

BULLETIN

**DE LA BANQUE
DE FRANCE**

1^{ER} TRIMESTRE 2015

199

SOMMAIRE

ÉTUDES

- **Les effets macroéconomiques sur la productivité et les prix de vastes réformes structurelles sur les marchés des biens et du travail** 1
Gilbert CETTE, Jimmy LOPEZ et Jacques MAIRESSE
Des réformes structurelles ambitieuses visant à réduire les régulations sur les marchés des biens et du travail pourraient substantiellement élever la productivité dans de nombreux pays, dont la France.
- Marché du travail: institutions et réformes**
Synthèse de la troisième conférence sur le marché du travail des 4 et 5 décembre 2014 organisée à Aix-en-Provence par l'École d'économie d'Aix-Marseille et la Banque de France 21
Clémence BERSON, Sébastien ROUX et Grégory VERDUGO
L'École d'économie d'Aix-Marseille et la Banque de France ont organisé leur troisième conférence sur le marché du travail autour d'universitaires et de représentants d'organisations internationales ou de banques centrales. Les débats ont porté sur les effets des réformes du marché du travail en temps de crise, le rôle des migrations dans les marchés du travail européens et des institutions les organisant, et sur les dynamiques d'ajustement du marché du travail.
- L'évolution de la monnaie et du crédit en 2014** 33
Jacques MORENAS et Yann WICKY
En 2014, la croissance de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro est principalement tirée par la hausse des dépôts à vue et s'élève à + 3,8 %, après + 0,8 % en 2013. La contribution française à M3 s'accélère également et la croissance des crédits au secteur privé non financier reste plus dynamique en France que dans la zone euro.
- La progression modérée de la durée d'utilisation des équipements se poursuit en 2014** 43
Résultats de l'enquête menée par la Banque de France
Valérie CHOUARD, Agnès MINIER, Sylvie TARRIEU, Laurent BAUDRY et Arnaud SOUAL
Selon l'enquête de la Banque de France, la durée d'utilisation des équipements des entreprises dans l'industrie manufacturière poursuit sa progression à un rythme modéré en 2014. Une hausse de 2,2 % est prévue pour 2015.
- Situation financière et financement des sociétés non financières françaises** 53
Gilbert CETTE et Jean-Pierre VILLETTELLE
L'analyse des statistiques d'entreprises sur les années récentes, fondée sur la comptabilité nationale comme sur les comptes sociaux des entreprises, met en évidence une situation financière dégradée des sociétés non financières françaises. Cela pèse sur leurs performances et doit pousser en particulier à la recherche de financements externes afin de rationaliser leur structure financière.

La situation financière des entreprises Synthèse du colloque organisé par la Banque de France le 21 novembre 2014 Direction générale des Études et des Relations internationales, direction générale des Statistiques et direction générale des Activités fiduciaires et de Place <i>Alors que les pouvoirs publics mobilisent des ressources substantielles pour baisser le coût du travail (Crédit d'impôt compétitivité emploi – CICE, Pacte de responsabilité, etc.) et faciliter l'amélioration de la situation financière des entreprises, il est utile de caractériser cette situation grâce à des mesures fiables issues de plusieurs sources (comptabilité nationale, nouvelle base, enquêtes, données individuelles).</i>	67
Surévaluation et rentabilité des biens immobiliers en zone euro : l'apport des données en euros par mètre carré Marine DUJARDIN, Anna KELBER et Antoine LALLIARD <i>La construction de séries en euros par mètre carré plutôt qu'en indices apporte un éclairage nouveau sur les évolutions des marchés immobiliers résidentiels en France, Allemagne, Italie, Espagne et Belgique depuis le milieu des années quatre-vingt-dix.</i>	77

STATISTIQUES

■ Sommaire	SI
------------	----

DIVERS

■ Abréviations	I
Documents publiés	III
Coupon-abonnement	XIX

Achevé de rédiger le 23 mars 2015

Les effets macroéconomiques sur la productivité et les prix de vastes réformes structurelles sur les marchés des biens et du travail

Gilbert CETTE
Direction générale des Études
et des Relations internationales

Jimmy LOPEZ
Direction générale des Études
et des Relations internationales
Direction des Études microéconomiques
et structurelles

Jacques MAIRESSE
Centre de recherche
en Économie et Statistique
ENSAE

La présente analyse vise à caractériser les effets « directs » et « indirects » des régulations sur le marché des biens ainsi que les effets des régulations sur le marché du travail, sur la productivité et sur les prix. L'analyse est empirique et réalisée via des estimations sur un panel de quatorze pays sur la période 1987-2007, et quand cela est possible sur des données sectorielles (treize secteurs manufacturiers et cinq secteurs des services et réseaux). Au terme de ces estimations, il est possible de caractériser les effets de la mise en œuvre de réformes structurelles. Les réformes structurelles consistent ici en une baisse des indicateurs de régulations sur les marchés des biens et du travail. Cette caractérisation concerne dans un premier temps les réformes réalisées dans les différents pays entre les années 2008 et 2013, puis dans un second temps les réformes qui pourraient être réalisées après 2013 dans chaque pays s'il adoptait les « meilleures pratiques » définies comme, dans chaque domaine, le niveau moyen des régulations observées dans les trois pays où elles sont les plus basses. Ces simulations montrent que la mise en œuvre de tels plans ambitieux de réformes structurelles serait potentiellement à même d'élever très significativement la productivité dans de très nombreux pays. Elles montrent donc tout l'intérêt de telles mises en œuvre, notamment dans la zone euro. La méthodologie ici développée pour évaluer des programmes de réformes structurelles pourrait utilement être mobilisée pour quantifier les effets des programmes de réformes engagés ou envisagés, par exemple dans le cadre du G20 ou par les pays de la zone euro.

Mots clés : réglementation, rente, productivité, croissance

Codes JEL : C23, L16, L50, O43, O47

NB : Gilbert Cette, Banque de France, École d'économie d'Aix-Marseille, CNRS et EHESS.

Jimmy Lopez, Banque de France et université de Bourgogne (LEDI), CNRS.

Jacques Mairesse, CREST-ENSAE, Maastricht University (UNU-MERIT), Banque de France et NBER.

Une abondante littérature économique s'est intéressée à l'impact sur la productivité des réglementations sur les marchés des biens et du travail (cf. Aghion et Howitt – 2009 – pour une large synthèse). Dans cette littérature, les réglementations sont généralement supposées avoir un impact « direct » sur la productivité des secteurs régulés eux-mêmes, en y affaiblissant la pression de la concurrence.

Une littérature plus récente tente de caractériser également les effets « indirects » des réglementations dans certains secteurs sur les performances des autres secteurs. Le mécanisme en jeu s'inspire notamment de modélisations proposées par Aghion et Howitt (2009) : la moindre pression concurrentielle résultant des réglementations accroît le pouvoir de négociation des entreprises des secteurs réglementés, lesquelles peuvent alors s'accaparer une partie de la rente des secteurs utilisateurs des biens et services qu'ils produisent, *via* des prix des biens intermédiaires plus élevés. De ce fait, les activités aval sont moins incitées à créer une rente d'innovation, ce qui affaiblit leur productivité. Une caractérisation des effets « indirects » des réglementations est proposée dans des travaux empiriques sur des données macroéconomiques (voir, par exemple, Allegra *et al.* – 2004 –, Forlani – 2010 –, Arnold *et al.* – 2011) ou sur des panels pays*secteurs (Faini *et al.* – 2006 –, Bourlès *et al.* – 2013 –, Barone et Cingano – 2013 –, Cette, Lopez et Mairesse – 2013).

Parallèlement, une littérature également très abondante s'efforce de caractériser les effets sur la productivité des réglementations sur le marché du travail. Le principal mécanisme en jeu est que de telles réglementations élèvent le pouvoir de négociation salariale, la baisse conséquente des profits des entreprises réduisant leurs efforts d'innovation (voir sur ce sujet la synthèse de Bassanini et Venn – 2007 –, ainsi que, par exemple, Griffith et Macartney – 2014 – ou Fiori *et al.* – 2012).

Quelques travaux s'efforcent enfin de caractériser l'interaction des effets des réglementations sur les marchés des biens et du travail, généralement sur données macroéconomiques (voir par exemple Aghion *et al.* – 2009). Parmi ces derniers, l'analyse de Blanchard et Giavazzi (2003) suppose que les réglementations sur le marché des biens aboutissent à la création de rentes, le partage de ces rentes entre salaires et profits étant

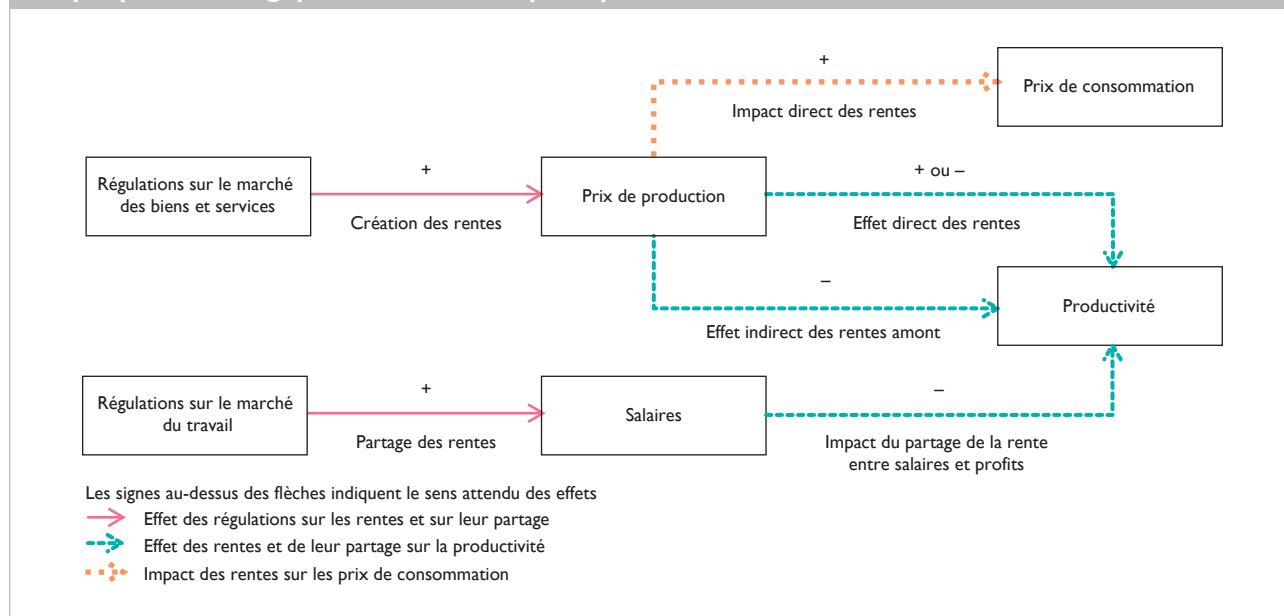
ensuite largement influencé par les réglementations sur le marché du travail. En d'autres termes, les réglementations sur le marché du travail n'ont un impact sur les performances productives que si des réglementations anticoncurrentielles induisent la création de rentes. Cette approche trouve une confirmation empirique dans l'analyse de Askénazy, Cette et Mareek (2013) sur des données de panel pays*secteurs.

La présente analyse vise à caractériser les effets « directs » et « indirects » des réglementations sur le marché des biens et les effets des réglementations sur le marché du travail sur la productivité. Elle est dans la continuité de celles de Bourlès *et al.* (2013) et Cette, Lopez et Mairesse (2013) pour caractériser les effets « indirects » des réglementations sur le marché des biens, et s'inspire de l'approche de Blanchard et Giavazzi (2003) et Cette, Lopez et Mairesse (2013) pour caractériser l'articulation entre la création des rentes et leur partage entre salaires et profits et entre secteurs amonts et aval. Étant donné le rôle central joué par les rentes, l'analyse des effets sur la productivité est complétée par celle de l'impact des réglementations du marché des biens sur les prix de consommation. L'analyse empirique est réalisée sur un panel de quatorze pays¹ sur la période 1987-2007 et, sauf exception, sur des données sectorielles (treize secteurs manufacturiers et cinq secteurs des services et réseaux). Une contribution importante de notre analyse est d'ajouter une mesure de la rente et de son partage par les prix.

La logique du modèle estimé est représentée dans le graphique 1. Les rentes sont caractérisées par les prix de production et leur partage par les salaires. Les rentes construites dans les secteurs manufacturiers et les secteurs des services influencent « directement » et « indirectement » la productivité globale des facteurs (PGF). Cette dernière est également influencée par le partage de ces rentes entre salaires et profits. Ces mécanismes sont estimés sur un panel de données sectorielles de plus de 2 800 observations. Les rentes sont par ailleurs construites dans les secteurs manufacturiers et les secteurs des services et réseaux du fait de l'existence de réglementations, ici mesurées par des indicateurs élaborés par l'OCDE. Ce mécanisme est estimé sur les mêmes données sectorielles que précédemment. Par ailleurs, les réglementations sur le

¹ Ces pays sont l'Allemagne, l'Autriche, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, la France, l'Italie, le Japon, les Pays-Bas, la République tchèque, le Royaume-Uni et la Suède.

Graphique I La logique du modèle : les principales relations



marché du travail, également mesurées par des indicateurs élaborés par l'OCDE, influencent la formation des salaires, ce mécanisme étant estimé sur le salaire moyen des travailleurs qualifiés et des travailleurs non qualifiés à partir de panels plus restreints, compte tenu de la disponibilité des données, croisant les deux dimensions pays*années. Les rentes influencent les prix à la consommation, cette relation étant estimée sur des panels également restreints croisant les deux dimensions pays*années. Enfin, la dynamique de ces différents mécanismes est caractérisée par l'estimation de modèles à correction d'erreurs. Les résultats des estimations réalisées confirment la pertinence du modèle.

Au terme de ces estimations, il est possible de caractériser les effets de la mise en œuvre de réformes structurelles sur la PGF et sur les prix de consommation. Les réformes structurelles consistent ici en une baisse des indicateurs de réglementations sur les marchés des biens et du travail. Cette caractérisation concerne, dans un premier temps, les réformes réalisées dans les différents pays entre les années 2008 et 2013, puis dans un second temps, les réformes qui pourraient être réalisées après 2013 dans chaque pays s'il adoptait les « meilleures

pratiques » définies comme, dans chaque domaine, le niveau moyen des réglementations observées dans les trois pays où elles sont les plus basses. Ces simulations montrent que la mise en œuvre de tels plans ambitieux de réformes structurelles serait potentiellement à même d'élever très significativement la productivité dans de très nombreux pays, tout en ayant un faible effet sur les prix de consommation. Elles montrent donc tout l'intérêt de telles mises en œuvre, notamment en zone euro.

La section 1| présente les données mobilisées dans l'analyse, la section 2| détaille le modèle estimé, la section 3| présente les simulations des effets des réformes structurelles et quelques remarques conclusives sont faites dans la section 4|.

I | Les données mobilisées

Les données mobilisées dans cette étude sont les indicateurs de réglementation des marchés des biens et services et des marchés du travail ², les prix de production et de consommation, les salaires et la PGF.

2 Nous utilisons le pluriel puisque notre analyse distingue les travailleurs qualifiés et peu qualifiés. Même si ces travailleurs sont généralement soumis aux mêmes réglementations, contrairement aux biens et services, ils ne sont pas pour autant parfaitement substituables.

Nous utilisons aussi des indicateurs d'impact des rentes des marchés des biens et services et des marchés du travail permettant la prise en compte des effets indirects de ces rentes. Pour des raisons de disponibilité des données, l'étude est réalisée sur quatorze pays (Allemagne, Autriche, Canada, Danemark, Espagne, États-Unis, Finlande, France, Italie, Japon, Pays-Bas, République tchèque, Royaume-Uni et Suède) et sur la période allant de 1987 à 2007 pour l'estimation du modèle. La simulation des réformes structurelles mobilise aussi les données sur les réglementations de l'année 2013. Sauf les données concernant les réglementations des marchés du travail, les salaires et les prix de consommation, mobilisées seulement au niveau national, les estimations sont réalisées sur des données sectorielles distinguant treize secteurs manufacturiers et cinq secteurs des services et réseaux.

III Indicateurs de réglementation

Les indicateurs de réglementation utilisés sont construits par l'OCDE. Ils concernent aussi bien les marchés des services et réseaux, ceux des biens manufacturés et ceux du travail. À chacun de ces marchés correspondent des réglementations spécifiques et nous devons donc faire appel à une variété d'indicateurs, détaillés ci-après, pour obtenir une évaluation d'ensemble :

- les réglementations des services et réseaux sont prises en compte par les indicateurs de réglementation anticoncurrentielle des secteurs non manufacturiers (NMR). Ces indicateurs de réglementation anticoncurrentielle sont construits par l'OCDE uniquement pour les secteurs des services et réseaux (énergie, transport, communication, distribution et services professionnels) car, au sein des pays de l'OCDE, ces réglementations sont concentrées dans ces secteurs ;
- les réglementations des marchés des produits manufacturés sont appréhendées par un indicateur de tarifs harmonisés (HT) sur les biens importés construits par l'OCDE ³. L'ouverture aux échanges internationaux est en effet un facteur important de la concurrence dans ces marchés ;

• enfin, les marchés du travail sont concernés par un grand nombre de réglementations (voir Bassanini et Venn – 2007 – par exemple, pour une analyse de différents effets d'un grand nombre de ces réglementations). Nous avons choisi de mobiliser ici les indicateurs usuels de la législation sur la protection des emplois (EPL, pour *employment protection legislation*), laquelle est susceptible d'affecter le partage des rentes entre travailleurs et entreprises.

Pour chacun de ces indicateurs de l'OCDE, nous définissons une valeur de « meilleures pratiques », c'est-à-dire des pratiques réglementaires observées qui seraient *a priori* les plus favorables à la concurrence et à la flexibilité. Les valeurs de « meilleures pratiques » sont obtenues pour chaque secteur par la moyenne des trois plus faibles valeurs des indicateurs observées dans nos données. Les scénarios de réformes proposées plus loin s'appuient sur les écarts entre ces valeurs de « meilleures pratiques » et les valeurs observées.

Les indicateurs des NMR mesurent les restrictions à la concurrence et au libre choix des entreprises qui ne sont pas *a priori* motivées par une nécessité économique ou lorsque l'objectif des réglementations pourrait être atteint par des mesures moins coercitives. Ces indicateurs mobilisent des informations détaillées sur les lois, règles et actions sur les marchés et secteurs d'activité (cf. Conway et Nicoletti – 2007 – pour une présentation plus détaillée). Le graphique 2 présente la valeur de ces indicateurs pour chaque pays ainsi que la « meilleure pratique » pour l'année 2013, dernière année disponible concernant ces indicateurs ⁴. Nous pouvons constater d'importantes différences entre pays et entre les secteurs au sein d'un pays. Autrement dit, un pays peut être parmi les plus contraints dans un secteur et parmi les plus proconcurrentiels dans un autre.

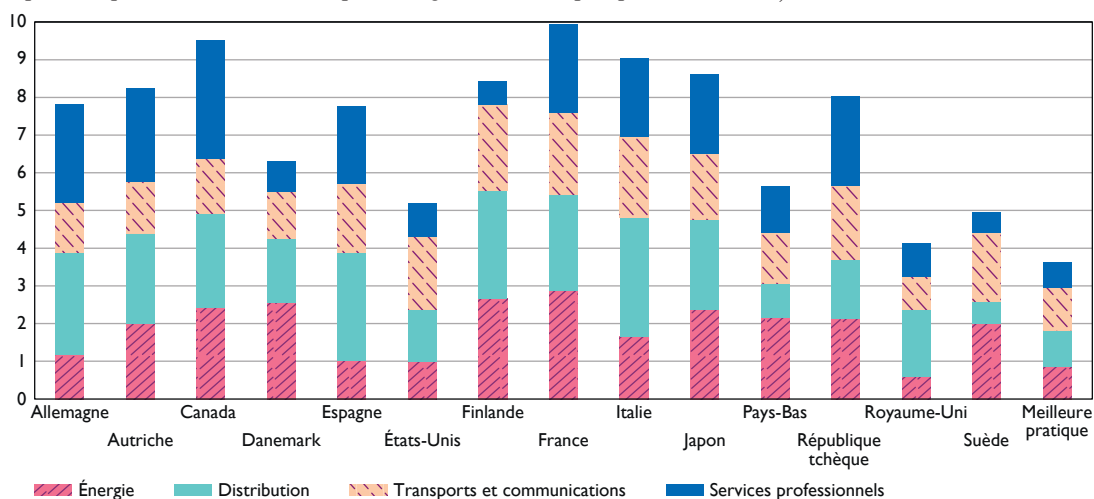
Les indicateurs de tarifs harmonisés (HT) sur les biens importés sont construits par l'OCDE à partir des taux *ad valorem* appliqués à la nation la plus favorisée. Ces données sont agrégées au niveau sectoriel à deux chiffres à partir du système harmonisé de classification des produits à six chiffres, les tarifications étant pondérées par le niveau des importations de chaque produit. Enfin, l'indicateur est codé entre 0 et 6 selon le niveau moyen de tarification observée (cf. Nicoletti et Scarpetta

³ Les secteurs « Construction » et « Hôtels et restaurants » ne sont malheureusement pas pris en compte par les indicateurs de l'OCDE sur les réglementations anticoncurrentielles domestiques. Pour ces deux secteurs, notre analyse tient compte des indicateurs OCDE sur les barrières à l'investissement direct de l'étranger. Pour alléger la présentation, ces secteurs sont présentés par la suite comme faisant partie du groupe des secteurs manufacturiers.

⁴ Les observations de 2008 et 2013 des indicateurs des NMR mobilisées dans les simulations ne sont pas parfaitement comparables aux valeurs mobilisées dans les estimations, car de nouvelles questions sont introduites dans le calcul des indicateurs de ces deux années. La comparaison des valeurs des anciens indicateurs et des nouveaux, possible uniquement pour l'année 2008, montre des différences sans affecter pour autant les hiérarchies entre pays.

Graphique 2 Indicateurs OCDE des réglementations anticoncurrentielles des secteurs non manufacturiers (NMR) en 2013

(échelle 0-6 pour chaque indicateur sectoriel, 0 pour la réglementation la plus proconcurrentielle)

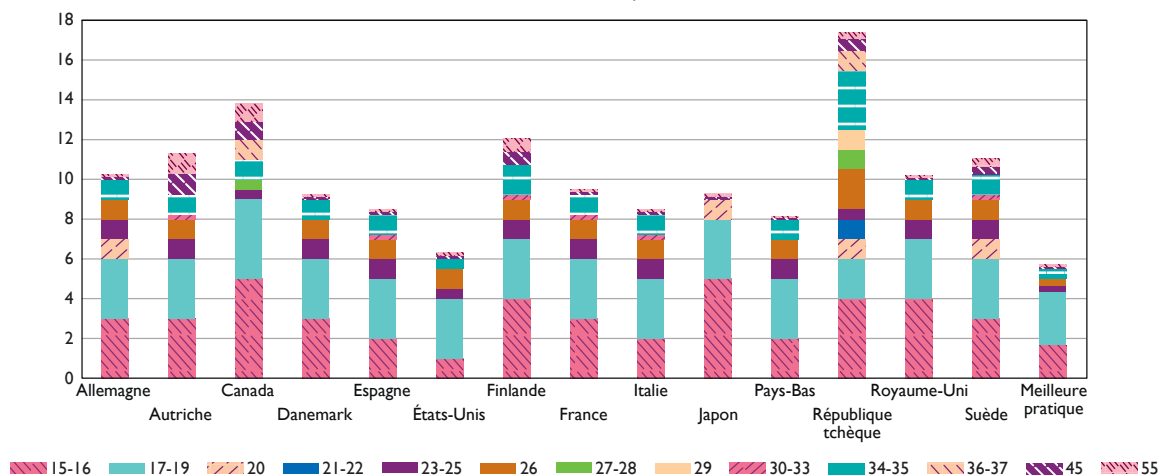


Sources : OCDE et calcul des auteurs.

– 2003 – pour une présentation plus détaillée)⁵. Le graphique 3 présente les valeurs de cet indicateur pour l'ensemble des pays et la « meilleure pratique » pour la dernière année disponible, soit ici 2007.

Graphique 3 Indicateurs OCDE de tarifs harmonisés sur les importations de biens (HT) en 2007

(échelle 0-6 pour chaque secteur, avec 0 pour les tarifications les plus faibles)



Notes : Les codes sectoriels ISIC Rev.3 (International Standard Industrial Classification) sont présentés pour chacun des secteurs suivants (code entre parenthèses) : produits alimentaires (15-16), textiles (17-19), produits du bois (20), papiers (21-22), produits chimiques (23-25), produits minéraux non métalliques (26), produits métalliques (27-28), équipements non répertoriés par ailleurs (29), équipements électriques (30-33), équipements de transport (34-35), produits manufacturés non répertoriés par ailleurs (36-37), construction (45) et hôtels et restaurants (55). Pour les secteurs « Construction » et « Hôtels et restaurants » (codes ISIC 45 et 55, respectivement), l'indicateur OCDE de barrières à l'investissement direct de l'étranger est utilisé.

Sources : OCDE et calcul des auteurs.

⁵ Pour les secteurs « Construction » et « Hôtels et restaurants », les indicateurs de barrières aux investissements directs étrangers sont construits par l'OCDE en mesurant différentes formes de discrimination contre les entreprises étrangères, comme : (i) les restrictions à la propriété par des entreprises étrangères, c'est-à-dire les limitations sur la part du capital qui peut être détenue par une entreprise étrangère si ces limitations ne sont pas appliquées aux entreprises domestiques ; (ii) les obligations de sélection et les procédures d'approbation pour les filiales étrangères ; (iii) les contraintes opérationnelles ou le contrôle des filiales d'entreprises étrangères, notamment concernant la mobilité des professionnels étrangers de ces entreprises. Golub et Koyama (2006) offre une présentation détaillée de ces indicateurs.

Nous pouvons constater que les barrières tarifaires sont généralement faibles, sauf dans les secteurs de l'alimentaire et des textiles (codes ISIC 15-16 et 17-19, respectivement).

Notre analyse des réglementations du marché du travail mobilise les indicateurs de l'OCDE sur la législation sur la protection des emplois (EPL). Comme les indicateurs OCDE concernant les produits, les indicateurs EPL sont construits à partir d'informations détaillées sur les lois, règles et interventions sur les marchés. Ces indicateurs, disponibles pour chaque pays au niveau national, mesurent les procédures et coût engagés pour le licenciement de travailleurs en CDI et mesurent aussi les réglementations concernant les contrats temporaires, à la fois sur les CDD et l'intérim (cf. *Les perspectives de l'emploi de l'OCDE* pour plus d'informations)⁶. Le graphique 4 présente les valeurs des indicateurs EPL sur les CDI et sur les contrats temporaires séparément, pour l'ensemble des pays, et la « meilleure pratique » pour la dernière année disponible, soit 2013. D'après ces indicateurs, les contraintes liées à l'EPL sont très fortes en Europe continentale, en particulier les contraintes sur les CDI.

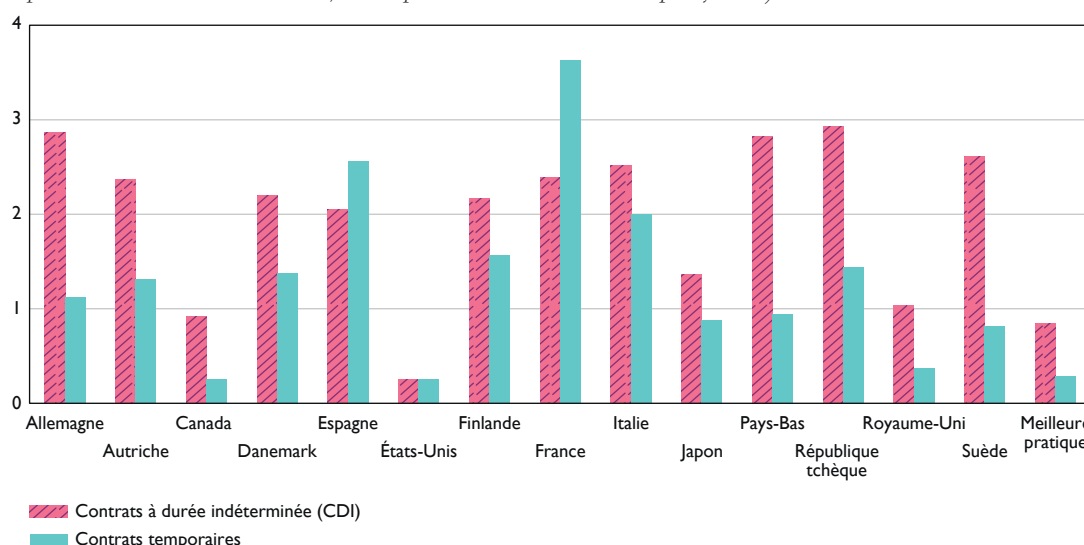
I | 2 Prix, salaires et productivité globale des facteurs

Comme indiqué plus haut, et dans la logique de Blanchard et Giavazzi (2004) reprise par Askénazy, Cette et Maarek (2013), les réglementations sur le marché des biens influencent la formation des rentes tandis que les réglementations sur le marché du travail influencent le partage de ces rentes entre salaires et profits. Un manque de concurrence entre les entreprises d'un secteur d'activité peut ainsi permettre à ces dernières d'augmenter leurs prix afin de prélever une rente. Aussi, notre analyse utilise les évolutions des prix de production d'un secteur relativement au prix du PIB (appelés prix de production relatifs par la suite) comme index des évolutions des imperfections des marchés des biens et services. De même, nous supposons que l'évolution des salaires réels est un index de l'évolution du partage de la rente entre travailleurs et entreprises et ainsi des imperfections des marchés du travail.

Les prix de production sont mesurés au niveau sectoriel. Ils sont divisés par le prix du PIB afin d'obtenir des indices de prix de production relatifs. En revanche, le prix de consommation mobilisé – l'indice harmonisé

Graphique 4 Indicateur OCDE de la législation sur la protection des emplois (EPL) en 2013

(échelle 0-6 pour chacun des deux indicateurs, avec 0 pour le marché du travail le plus flexible)



Sources : OCDE et calculs des auteurs.

⁶ Les données sur les licenciements collectifs ne sont pas mobilisées dans notre analyse car elles ne sont disponibles qu'à partir de 1998.

des prix de consommation – et les salaires réels sont des agrégats nationaux. Notre analyse distingue les salaires des travailleurs hautement qualifiés des salaires des autres travailleurs ⁷. Les prix de production et de consommation sont ici ceux fournis par l'OCDE, tandis que les salaires proviennent de la base EU KLEMS d'Eurostat.

L'indicateur de la PGF est calculé à partir d'une fonction de production de type Cobb-Douglas tenant compte séparément des contributions à la valeur ajoutée de quatre facteurs de production : l'emploi (en nombre de travailleurs), le capital physique en technologies de l'information et de la communication (TIC), le capital physique non TIC et le capital de recherche et développements (R&D). Les stocks de capitaux sont obtenus par accumulation des investissements selon la méthode de l'inventaire permanent ⁸. La comparabilité des niveaux de PGF entre pays est assurée par l'utilisation d'un indicateur de parité de pouvoir d'achat ⁹. Comme la plupart de nos variables, la parité de pouvoir d'achat, la valeur ajoutée, l'emploi et les investissements en R&D sont issus de bases de données de l'OCDE (les bases STAN et ANBERD, respectivement). En revanche, les investissements physiques proviennent de la base EU KLEMS afin de dissocier les investissements TIC et non TIC.

I | 3 Indicateurs d'impact (ou indirects) des rentes et salaires

Sur les marchés des biens et services, les rentes concernant un secteur peuvent avoir un impact (qualifié ici de « direct ») sur la productivité de ce même secteur, mais aussi un impact (qualifié ici d'« indirect ») sur la productivité des secteurs aval utilisant les biens et services de ce secteur. L'impact des rentes en amont est supposé d'autant plus grand sur la productivité d'un secteur aval que ce secteur aval utilise intensément les biens et services de ces secteurs amont. Nous construisons ainsi des indicateurs d'impact permettant de caractériser les effets des rentes amont. Pour chaque secteur aval,

une moyenne pondérée des prix de production relatifs des secteurs amont est calculée, les pondérations correspondant à l'intensité d'utilisation des biens et services de chaque secteur amont, plus précisément le ratio du volume de biens intermédiaires venant de ce secteur amont sur le niveau de production du secteur aval. Pour chaque secteur aval, deux indicateurs d'impact sont construits, l'un tenant compte des prix de production relatifs des secteurs des services et réseaux, l'autre des prix de production relatifs des secteurs manufacturiers (cf. l'encadré sur les indicateurs d'impact pour plus d'information *infra*).

Concernant les marchés du travail, nous supposons que l'impact du pouvoir de marché des travailleurs sur la productivité d'un secteur est d'autant plus important que le secteur est intensif en travail. Deux indicateurs d'impact sont calculés, concernant les travailleurs hautement qualifiés pour l'un et les travailleurs peu ou moyennement qualifiés pour l'autre. Pour chacun des deux groupes de travailleurs, l'indicateur d'impact correspond au produit de son salaire réel moyen par la part du coût du travail correspondante dans la production du secteur.

2| Le modèle estimé

L'estimation du modèle comporte quatre étapes distinctes. Les formalisations correspondantes et les résultats des estimations sont fournis dans l'annexe.

La première étape, qui correspond au cœur du modèle, correspond à l'estimation des effets directs et indirects sur la PGF des rentes et de leurs partages. Six indicateurs influencent la PGF : les deux indicateurs (direct et indirect) des prix de production des secteurs de services et de réseaux, les deux indicateurs (direct et indirect) des prix de production des secteurs manufacturiers et les deux indicateurs (travailleurs qualifiés et non qualifiés) de salaires. Cette estimation est réalisée sur le croisement des trois dimensions pays, secteurs et années, soit ici sur environ 2 800 observations. Elle aboutit à un impact

7 Trois niveaux de qualifications étaient disponibles pour les salaires. Nos estimations ayant conduit à des coefficients non statistiquement différents pour les travailleurs peu et moyennement qualifiés, ces deux catégories ont été regroupées.

8 Pour chacune des trois composantes du capital ici indicées par j , le stock de capital en volume à la fin de l'année t , $K_{j,t}$, est ainsi construit à partir de la relation : $K_{j,t} = I_{j,t} + (1 - \delta_j) K_{j,t-1}$ où $I_{j,t}$ correspond à l'investissement en produit j durant l'année t et δ_j au taux de déclassement annuel constant spécifique au produit j .

9 Notons que les estimations utilisent l'estimateur intra-individuel. Aussi, elles ne tiennent compte que des évolutions intra-individuelles des variables (ici l'individu est un secteur au sein d'un pays) et sont donc indépendantes du niveau de référence calculé pour les indicateurs de PGF, de prix ou de salaires. La construction d'un indicateur de PGF nécessite un ensemble d'hypothèses qui ne sont pas toutes présentées ici. Pour une présentation plus détaillée, se reporter à Cette, Lopez et Mairesse (2013).

ENCADRÉ

Les indicateurs d'impact

Afin de prendre en compte les effets sur la PGF des rentes amont et du partage de la rente entre travailleurs et entreprises, nous avons construit des indicateurs d'impact, qui s'inspirent de la méthode retenue à l'origine par Conway et Nicoletti (2007) et reprise dans Bourlès et al. (2013) et Cette, Lopez, Mairesse (2013), et transposée pour les prix par Askénazy, Cette et Maarek (2013).

Deux indicateurs d'impact des rentes amont sur la PGF aval sont définis, l'un pour l'impact indirect des prix de production relatifs des secteurs manufacturiers, l'autre pour celui des prix de production relatifs des secteurs non manufacturiers, notés respectivement IM_p_{cit} et INM_p_{cit} . Ils sont construits à partir des relations suivantes :

$$IM_p_{cit} = \sum_{j \in M \text{ \& } j \neq i} p_{ct}^j * USE_i^j \quad INM_p_{cit} = \sum_{j \in S \text{ \& } j \neq i} p_{ct}^j * USE_i^j$$

Les indices c, i et t représentent, respectivement, le pays, le secteur et le temps, p représente le logarithme du prix de production relatif et USE_i^j représente l'intensité d'utilisation par le secteur aval i des biens intermédiaires produit par le secteur amont j . Cette intensité USE_i^j est déterminée par le ratio des consommations du secteur i de biens intermédiaires provenant du secteur j sur la production du secteur i . L'intensité d'utilisation est calculée grâce à la table d'entrée et sortie des États-Unis en 2000. Une référence fixe est préférée plutôt que des ratios domestiques pour éviter un problème d'endogénéité. En effet, le niveau des rentes amont peut aussi avoir un effet sur les consommations de biens intermédiaires, ce qui biaiserait nos résultats d'estimations. Notons que l'impact des rentes des États-Unis n'est pas pris en compte dans nos estimations puisque la PGF de ce pays intervient comme variable explicative, comme présenté à la section suivante. Ces mêmes intensités des États-Unis sont aussi mobilisées pour réaliser les évaluations de la section 4].

Deux indicateurs d'impact sont construits afin de prendre en compte, d'une part, le pouvoir de marché des travailleurs hautement qualifiés et, d'autre part, celui des travailleurs moyennement ou faiblement qualifiés, noté respectivement JH_w et JL_w . Ils sont définis par les produits suivants :

$$JH_w_{cit} = w_{ct}^H * SHARE_i^H \quad JL_w_{cit} = w_{ct}^L * SHARE_i^L$$

w^k représente le logarithme du salaire réel moyen des travailleurs de qualification $k \in \{L, H\}$ et $SHARE_i^k$ représente l'intensité d'utilisation des travailleurs de type k par le secteur i . Cette intensité $SHARE_i^k$ est déterminée comme le ratio du coût du travail de qualification k sur la production du secteur i , en utilisant les données des États-Unis en 2000 ici encore, pour les mêmes raisons que pour les effets indirects des rentes.

négalif de ces six indicateurs de rentes sur la PGF. Il apparaît que le coefficient traduisant l'impact sur la PGF des prix de production est très supérieur pour les secteurs de services à celui des secteurs industriels. Cet écart s'explique aisément par le fait que l'impact des rentes dans les secteurs industriels est affaibli par la possibilité plus importante que pour les activités de services de substituer des importations aux productions réalisées dans le pays considéré.

La seconde étape, essentielle pour caractériser l'impact de scénarios de réformes structurelles sur la productivité, correspond à l'estimation du

processus de construction des rentes. Elle est constituée de quatre volets. Le premier volet correspond à l'estimation de l'impact direct sur les prix de production des réglementations dans les secteurs non manufacturiers (mesurées par l'indicateur NMR évoqué plus haut). Cette estimation est réalisée sur le croisement des trois dimensions constituées par les pays, les cinq secteurs de services et réseaux et les années, soit ici sur environ 800 observations. Elle aboutit à un impact direct positif des réglementations sur les prix de production. Le second volet correspond à l'estimation de l'impact direct sur les prix de

production des réglementations dans les secteurs manufacturés (mesurées par l'indicateur HT évoqué plus haut). Cette estimation est réalisée sur le croisement des trois dimensions constituées par les pays, les treize secteurs manufacturés et les années, soit ici sur environ 2 200 observations. Elle aboutit également à un impact direct positif des réglementations sur les prix de production. Le troisième volet correspond à l'estimation de l'impact sur le salaire moyen des travailleurs qualifiés des réglementations sur le marché du travail (mesurées par l'indicateur EPL évoqué plus haut), et le quatrième volet est une estimation identique mais pour les travailleurs non qualifiés. Chacune de ces deux dernières estimations est réalisée sur le croisement des pays et des années, soit ici sur environ 240 observations. Elles aboutissent à un effet positif des réglementations sur les salaires. Il est à souligner que l'effet sur le salaire moyen des réglementations sur le marché du travail est largement plus important (par un facteur d'environ quatre) pour les travailleurs qualifiés que pour les non qualifiés. Cet écart peut s'expliquer par une plus grande rareté relative du travail qualifié et par le fait que, dans de nombreux pays ici considérés (et en particulier la France), le salaire des travailleurs non qualifiés est grandement influencé par la norme définie par le salaire minimum, qui n'intervient pas dans l'indicateur de réglementation mobilisé.

La troisième étape permet de traduire l'impact des rentes sur les prix de consommation. Elle correspond à l'estimation de l'influence sur le prix de consommation (mesuré par l'indice harmonisé des prix à la consommation) du prix de production global. Cette estimation est réalisée sur le croisement des deux dimensions pays et années, soit ici sur environ 230 observations. Elle aboutit à un effet positif correspondant sensiblement à la part de la production domestique dans la consommation nationale.

La quatrième étape, enfin, permet de rendre compte de la dynamique des évolutions de la productivité et des prix de consommation suite aux changements des réglementations et donc des rentes. Elle consiste en l'estimation de relation de court terme pour l'ensemble des équations des trois étapes précédentes. Pour chaque variable expliquée, une cible de long terme est définie par les prédictions résultant des estimations précédentes (par exemple, le prix de production cible

est le prix de production prédit d'après le niveau de réglementation observé), puis l'impact de l'écart à cette cible sur les variations de la variable expliquée est estimée. Selon les résultats d'estimations, une valeur observée inférieure à la cible induit la croissance de la variable.

3 | Une évaluation de l'impact de réformes structurelles

L'actualisation par l'OCDE pour l'année 2013 des indicateurs de réglementation permet, à partir des résultats d'estimation du modèle qui vient d'être rapidement présenté, d'évaluer l'impact des réformes réalisées entre 2008 et 2013, c'est-à-dire depuis le début de la crise, par les différents pays ici considérés. Dans un second temps, il est proposé d'évaluer l'impact de réformes consistant à adopter les « meilleures pratiques » par rapport au niveau des réglementations mesurées par l'OCDE pour l'année 2013. Il va de soi que les résultats de cette évaluation doivent être considérés de façon essentiellement illustrative, car les résultats obtenus le sont, à chaque étape de l'évaluation, sous de très nombreuses hypothèses simplificatrices.

L'impact sur la PGF est calculé au niveau sectoriel puis agrégé au niveau de l'ensemble de chaque pays en utilisant pour cela la part des différents secteurs considérés dans l'économie. Cela signifie qu'il correspond, toutes choses égales par ailleurs, à l'impact potentiel des réformes sur le niveau global du PIB¹⁰.

3 | I L'impact sur la PGF des réformes réalisées entre 2008 et 2013

L'évaluation de l'impact à long terme sur la productivité des réformes réalisées entre 2008 et 2013 est faite en mobilisant les valeurs des indicateurs de réglementations produits par l'OCDE pour les années 2008 et 2013 et les résultats d'estimations des étapes 1 et 2 du modèle précédemment résumé.

Cette évaluation n'est pas possible pour les réformes réalisées dans les secteurs manufacturiers car l'indicateur de réglementation correspondant (indicateur HT)

¹⁰ Cela suppose implicitement que les réformes n'ont pas d'impact sur la PGF des secteurs non pris en compte dans les estimations, soit l'agriculture, l'extraction minière, l'immobilier et le secteur public.

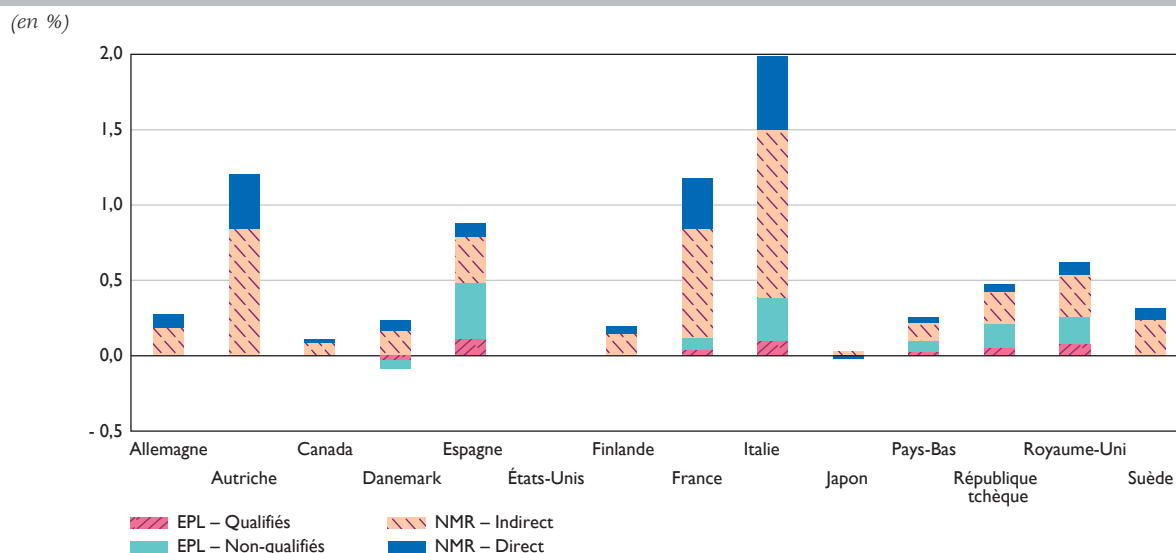
n'a pas encore été actualisé. Compte tenu du très bas niveau des réglementations dans ces activités, et du faible niveau de l'élasticité estimée de l'impact des rentes dans le secteur manufacturier sur la productivité, cette omission n'est pas très importante. L'évaluation n'est donc possible que pour les réformes réalisées entre 2008 et 2013 dans les cinq secteurs non manufacturiers (indicateur NMR) et sur le marché du travail (indicateur EPL).

Le graphique 5 fournit le résultat de cette évaluation. L'impact à long terme sur la PGF des réformes réalisées est très variable selon les pays : il est quasiment nul au Japon et s'élève à 2,0 % en Italie. Il est relativement important dans quatre pays : l'Espagne (0,9 %), l'Autriche (1,2 %), la France (1,2 %) et l'Italie (2,0 %). Dans ces quatre pays sauf l'Espagne, l'effet est essentiellement lié aux réformes engagées dans le secteur des services et réseaux et *via*, principalement, le canal indirect. En Espagne, l'effet est surtout lié aux réformes engagées sur le marché du travail, et *via*, principalement, le canal du salaire des travailleurs les moins qualifiés.

Pour la France, l'effet global de 1,2 % provient essentiellement (pour 1,1 point) des réformes engagées dans les services et les réseaux et de façon marginale (0,1 point) des réformes engagées sur le marché du travail. Si l'on regarde le détail des changements des indicateurs de l'OCDE entre 2008 et 2013, il apparaît que les réformes dans les services et les réseaux correspondent principalement aux réformes dans le secteur de la distribution de détail. En effet, la loi de modernisation de l'économie (4 août 2008) a réduit les restrictions aux implantations des grandes surfaces.

Les réformes engagées dans les activités de services et de réseau correspondent surtout au secteur de la distribution de détail pour l'Autriche, aux secteurs « Transport et communication » et « Services professionnels » pour l'Espagne tandis que pour l'Italie, les trois secteurs des services contribuent significativement. En Espagne et en Italie, les réformes engagées sur le marché du travail ont également des effets non négligeables (0,5 et 0,4 point, respectivement).

Graphique 5 Impact à long terme sur la PGF des réformes structurelles réalisées entre 2008 et 2013



Notes : EPL correspond à l'effet des réformes de la législation protectrice des emplois, selon qu'elles transitent par leur effet sur le salaire des qualifiés (EPL - Qualifiés) ou des non-qualifiés (EPL - Non-qualifiés).

NMR correspond à l'effet des réformes des réglementations des secteurs non manufacturiers, selon qu'il est indirect (NMR - Indirect) c'est-à-dire correspondant à l'impact des réformes des secteurs amont sur la productivité des secteurs aval, ou direct (NMR - Direct) c'est-à-dire correspondant à l'impact via des réformes sur la productivité des secteurs réformés eux-mêmes.

Les données des indicateurs NMR ne sont pas disponibles en 2013 pour les États-Unis.

Sources : calculs des auteurs.

3|2 L'impact potentiel de programmes de réformes ambitieux

Les programmes de réformes structurels ici évalués correspondent, comme indiqué plus haut, à l'ajustement des réglementations sur les « meilleures pratiques ». Les valeurs des « meilleures pratiques » sont obtenues pour chaque secteur par la moyenne des trois plus faibles valeurs des indicateurs observées dans nos données ¹¹. Les scénarios de réformes correspondent donc à la résorption complète des écarts entre les valeurs observées et les valeurs correspondant à ces « meilleures pratiques ». Cette variation des indicateurs correspondant ainsi à l'adoption des « meilleures pratiques » est ensuite articulée avec les résultats d'estimation du modèle présentés dans la section précédente, pour obtenir les effets sur la PGF et sur les prix.

Il va de soi que les programmes de réformes structurelles correspondant à l'adoption des « meilleures pratiques »

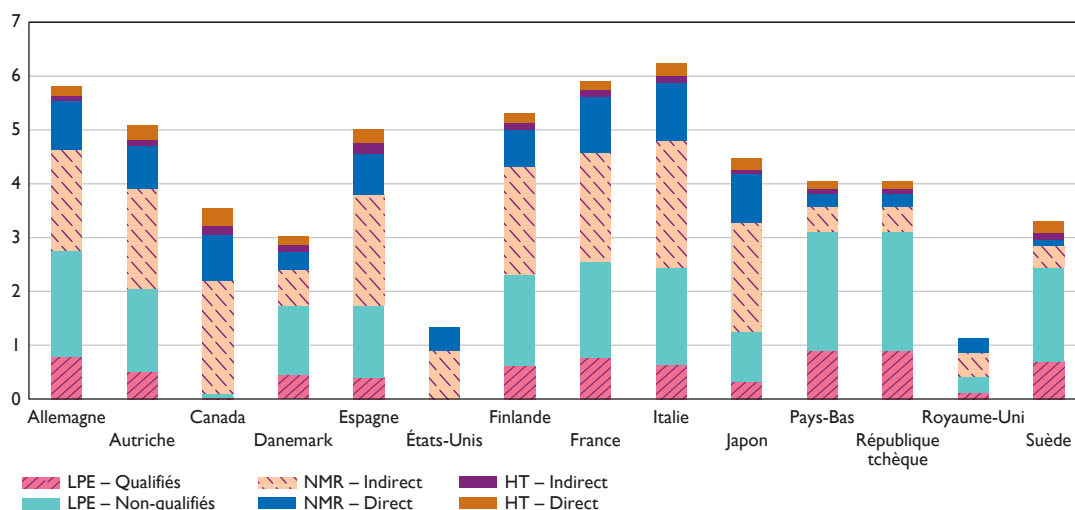
sont très ambitieux pour de nombreux pays, dont la France. Leur réalisme politique n'est pas ici analysé mais il est clair que leur mise en œuvre, en une étape de surcroît, peut prêter à discussion. Mais l'étalement, qui peut sembler plus plausible, de cette mise en œuvre, n'affecterait que la dynamique des effets évalués et en rien l'impact global à long terme.

L'impact à long terme

Le graphique 6 représente l'impact global à long terme des réformes sur la PGF. Cet impact est très varié selon les pays. Il est inférieur à 1,5 % dans les deux pays dans lesquels le niveau des réglementations est le plus faible : le Royaume-Uni (1,1 %) et les États-Unis (1,3 %). À l'opposé, il est supérieur à 5 % dans les quatre pays où le niveau initial des réglementations est le plus fort : l'Allemagne (5,8 %), la France (5,9 %), l'Italie (6,2 %) et la République tchèque (7,0 %). Il se situe entre ces deux groupes pour les autres pays.

Graphique 6 Impact à long terme sur la PGF de l'adoption des « meilleures pratiques » en termes de réglementation

(en %)



Notes : EPL correspond à l'effet des réformes de la législation protectrice des emplois, selon qu'elles transitent par leur effet sur le salaire des qualifiés (EPL - Qualifiés) ou des non-qualifiés (EPL - Non-qualifiés).

NMR correspond à l'effet des réformes des réglementations des secteurs non manufacturiers, selon qu'il est indirect (NMR - Indirect) c'est-à-dire correspondant à l'impact des réformes des secteurs amont sur la productivité des secteurs aval, ou direct (NMR - Direct) c'est-à-dire correspondant à l'impact via des réformes sur la productivité des secteurs réformés eux-mêmes.

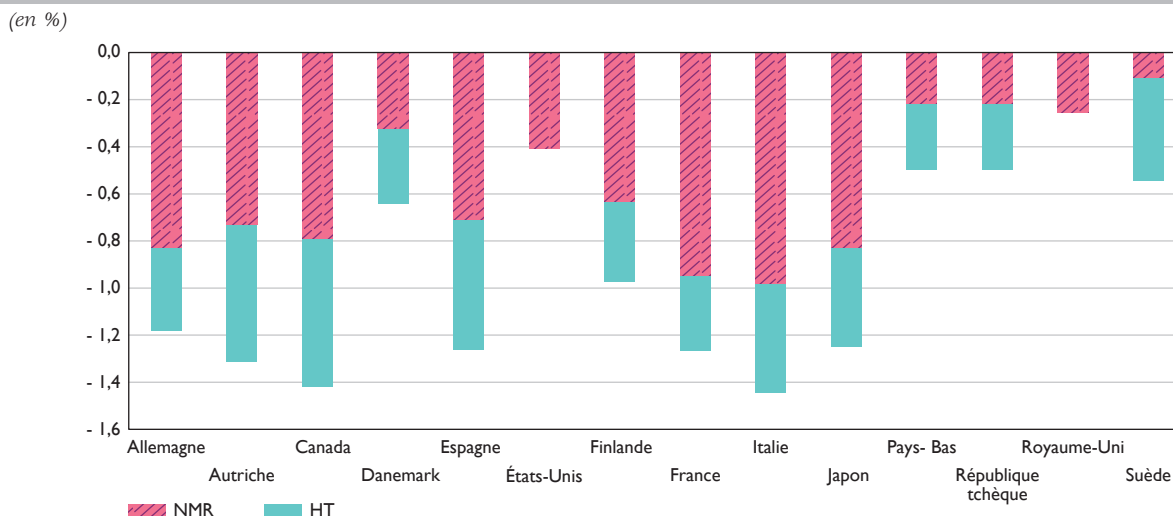
HT correspond à l'effet des réformes dans les secteurs manufacturiers, via l'indicateur des tarifs douaniers harmonisés, selon qu'il est indirect (HT - Indirect) c'est-à-dire correspondant à l'impact des réformes des secteurs amont sur la productivité des secteurs aval, ou direct (HT - Direct) c'est-à-dire correspondant à l'impact via des réformes sur la productivité des secteurs réformés eux-mêmes.

Les réformes sont calibrées sur les données de 2008 pour les États-Unis.

Source : calculs des auteurs.

11 Étant donné cette définition, il se peut que la valeur observée d'un indicateur soit inférieure à la « meilleure pratique ». Dans ce cas, le scénario de réforme suppose qu'aucune réforme n'est mise en œuvre dans ce pays pour le secteur concerné.

Graphique 7 Impact à long terme sur l'indice des prix à la consommation de l'adoption des « meilleures pratiques » en termes de réglementation



Notes : NMR correspond à l'effet des réformes des réglementations des secteurs non manufacturiers.

HT correspond à l'effet des réformes dans les secteurs manufacturiers, via l'indicateur des tarifs douaniers harmonisés.

Les réformes sont calibrées sur les données de 2008 pour les États-Unis.

Source : calculs des auteurs.

Dans une majorité de pays, les réformes dans les secteurs des services et les réseaux apportent (*via* les deux canaux direct et indirect) la contribution la plus forte à ces gains de PGF. Cela tient à la fois à l'ampleur des réformes correspondantes et à la forte influence estimée de ce type de réglementations. Les réformes dans les secteurs manufacturiers ont au contraire un impact réduit sur la PGF, à la fois du fait de la faible ampleur de ces réformes et de la faible influence de ce type de réglementations. La contribution des réformes sur le marché du travail est importante dans une majorité de pays. Elle est même supérieure à celle des réformes dans les secteurs de services et les réseaux dans quatre pays : la République tchèque, le Danemark, les Pays-Bas et la Suède. Dans tous les pays, l'impact des réformes sur le marché du travail passe essentiellement par le canal de l'effet sur le salaire des peu qualifiés, à la fois parce que ces salaires sont plus sensibles aux réglementations que les salaires des plus qualifiés, mais aussi par un effet de taille, les travailleurs hautement qualifiés étant relativement peu nombreux.

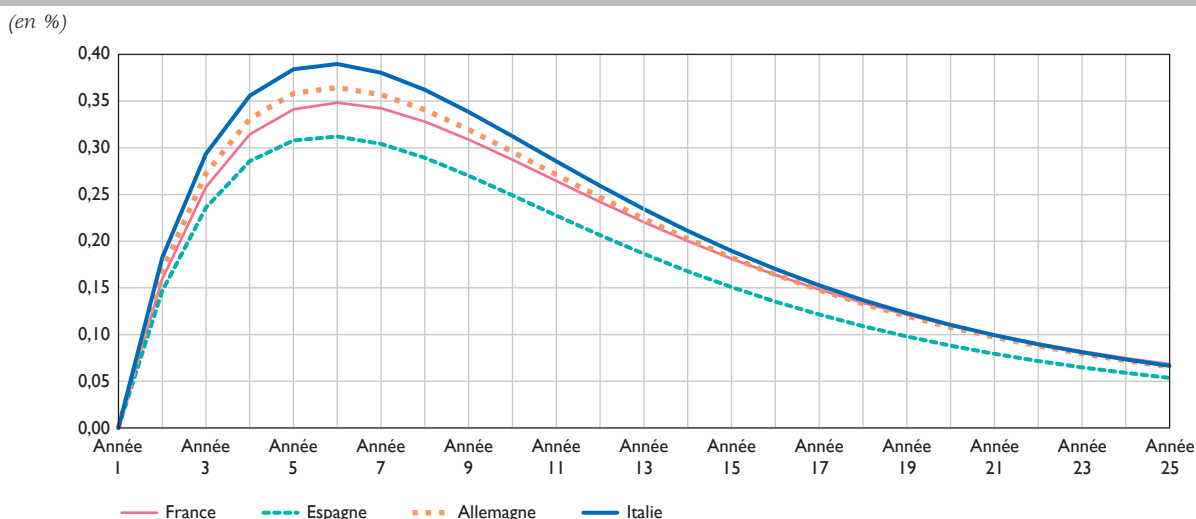
Le graphique 7 représente l'impact à long terme des réformes sur l'indice des prix à la consommation. Rappelons qu'il s'agit d'un impact direct, lié à la

baisse des rentes, auquel peut s'ajouter un impact indirect, lié à l'augmentation de la PGF. Cet impact est également très varié selon les pays. Il varie de -0,3 % au Royaume-Uni à -1,9 % pour la République tchèque¹². La contribution respective, à cet impact sur les prix de consommation, des réformes dans les secteurs de services et les réseaux ou dans l'industrie manufacturière est variable selon les pays.

La dynamique des effets

La dynamique des effets de l'engagement des réformes sur la PGF est évaluée en mobilisant les estimations de l'étape quatre du modèle commentées précédemment. Rappelons que ces effets dynamiques correspondent à la fois aux délais de transmission des réformes sur les prix de production et aux délais de transmission de la baisse des prix de production sur la PGF et sur les prix de consommation. Les réformes elles-mêmes sont supposées être engagées simultanément, par convention l'année 0. Si les réformes étaient engagées plus progressivement, ces effets dynamiques seraient davantage étalés dans le temps. Les effets dynamiques ne sont ici représentés que pour les quatre plus grands pays de la zone euro : l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne.

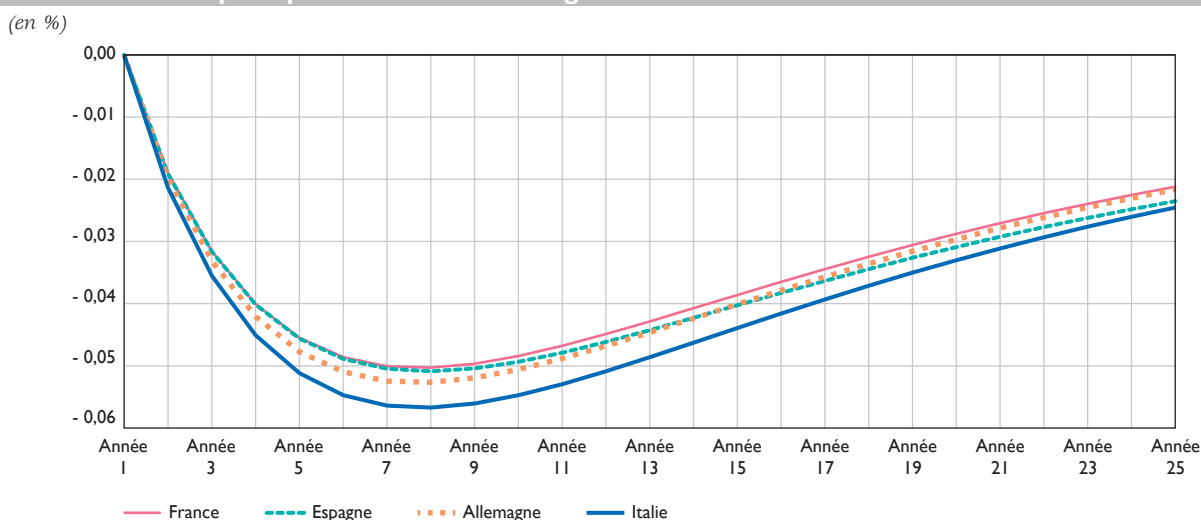
¹² Les écarts tiennent aux différences d'ampleur des baisses des réglementations. La structure sectorielle de l'économie influence en effet très peu ces écarts.

Graphique 8 Effets dynamiques sur la PGF de l'adoption des « meilleures pratiques » en termes de réglementation

Source : calculs des auteurs.

Le graphique 8 représente la dynamique des effets sur la PGF de l'engagement des plans ambitieux de réformes structurelles pour les quatre plus grands pays de la zone euro. Ces effets sont très proches pour les quatre pays, un peu plus faible cependant pour l'Espagne, du fait de politiques structurelles d'ampleur légèrement plus réduite. Il apparaît que ces effets dynamiques sont d'abord progressivement croissants,

pour atteindre leur maximum de la quatrième à la huitième année, et qu'ils décroissent ensuite continûment. Ils sont supérieurs à 0,3 point par an de la quatrième à la huitième année et à 0,1 point durant environ vingt années. Ces résultats soulignent que le surcroît de croissance à attendre de la mise en œuvre de programmes ambitieux de réformes structurelles peut être durablement important.

Graphique 9 Effets dynamiques sur le prix à la consommation de l'adoption des « meilleures pratiques » en termes de réglementation

Source : calculs des auteurs.

Le graphique 9 *supra* représente la dynamique des effets sur l'indice des prix à la consommation de l'engagement des plans ambitieux de réformes structurelles pour les même quatre plus grands pays de la zone euro. Ces effets sont très proches pour les quatre pays. Ils culminent à environ - 0,05 point la huitième année, pour se réduire ensuite rapidement.

4| Conclusion

Les évaluations qui précèdent suggèrent que la mise en œuvre de réformes structurelles ambitieuses sur les marchés des biens et du travail peut avoir à long terme un impact important sur le niveau potentiel du PIB, et à court/moyen terme un impact marqué sur la croissance, accompagné d'un faible impact sur les prix de consommation. Le réalisme politique des réformes considérées n'est pas ici commenté, mais il peut évidemment prêter à discussion. Comme indiqué plus haut, il va de soi que les résultats de cette évaluation doivent être considérés de façon essentiellement illustrative, car les résultats obtenus le sont, à chaque étape de l'évaluation, sous de très nombreuses hypothèses simplificatrices.

L'importance de l'impact des réformes structurelles ici évaluées est cohérente, pour la partie comparable, avec celle de nos précédentes évaluations basées sur d'autres approches (voir par exemple Bourlès *et al.* – 2013 – et Cette, Lopez et Mairesse – 2013).

Par ailleurs, les expériences étrangères de mise en œuvre de vastes plans de réformes structurelles, concernant en général à la fois le marché des biens et services et le marché du travail, comme dans la présente analyse, mais aussi l'État, sont souvent associées à une dynamisation de la croissance de la productivité et du PIB supérieure aux résultats de notre analyse. Quatre exemples peuvent à cet égard être évoqués : les Pays-Bas, après les réformes associées aux accords de Wassenaar, en 1982, l'Australie, le Canada et la Suède, après les réformes engagées au début de la décennie 1990. Dans ces quatre pays, la croissance de la productivité a augmenté en moyenne annuelle de 0,9 point à 1,5 point sur au moins une décennie après l'engagement des réformes (cf. à ce sujet Bergeaud, Cette et Lecat – 2014).

D'autres évaluations, basées sur des approches et méthodologies différentes, seraient utiles pour affiner les résultats ici obtenus. Mais ces résultats, qui demandent à être confirmés, soulignent tout l'intérêt potentiel de réformes structurelles ambitieuses, tant pour élever le niveau de PIB par habitant que, par cet effet sur la croissance, pour faciliter la consolidation des finances publiques.

La méthodologie ici développée pour évaluer des programmes de réformes structurelles pourrait utilement être mobilisée pour quantifier les effets des programmes de réformes engagés ou envisagés, par exemple dans le cadre du G20 ou par les pays de la zone euro.

Bibliographie

Aghion (P.) et Howitt (P.) (2009)

« *The economics of growth* », The MIT Press, Cambridge.

Aghion (P.), Askénazy (P.), Bourlès (R.), Cette (G.) et Dromel (N.) (2009)

« *Education, market rigidities and growth* », *Economic Letters*, vol. 102, n° 1.

Allegra (E.), Forni (M.), Grillo (M.) et Magnani (L.) (2004)

« *Antitrust policy and national growth: some evidence from Italy* », *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, vol. 63, n° 1.

Arnold (J.), Javorcik (B.) et Mattoo (A.) (2011)

« *Does services liberalization benefit manufacturing firms?* », *Journal of International Economics*, vol. 85, n° 1.

Askénazy (P.), Cette (G.) et Maarek (P.) (2013)

« *Rent building, rent sharing: a panel country-industry empirical analysis* », Document de travail de la Banque de France, n° 369.

Barone (G.) et Cingano (F.) (2011)

« *Service regulation and growth: evidence from OECD countries* », *The Economic Journal*, vol. 121, n° 555.

Bassanini (A.) et Venn (D.) (2007)

« *Assessing the impact of labour market policies on productivity: A difference-in-difference approach* », Documents de travail de l'OCDE sur les affaires sociales, l'emploi et les migrations, n° 54.

Bergeaud (A.), Cette (G.) et Lecat (R.) (2014)

« *Productivity trends from 1890 to 2012 in advanced countries* », Document de travail de la Banque de France, n° 475.

Blanchard (O.) et Giavazzi (F.) (2003)

« *Macroeconomic effects of regulation and deregulation in goods and labor markets* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 3.

Bourlès (R.), Cette (G.), Lopez (J.), Mairesse (J.) et Nicoletti (G.) (2013)

« *Do product market regulations in upstream industries curb productivity growth? panel data evidence for oecd countries* », *Review of Economics and Statistics*, vol. 95, n° 5.

Cette (G.), Lopez (J.) et Mairesse (J.) (2013)

« *Upstream product market regulations, ICT, R&D and Productivity* », NBER, document de travail, n° 19488 et à paraître dans *The Review of Income and Wealth*.

Conway (P.) et Nicoletti (G.) (2006)

« *Product market regulation in the non-manufacturing sectors of OECD countries: Measurement and Highlights* », Documents de travail du département des Affaires économiques de l'OCDE, n° 530.

Faini (R.), Haskel (J.), Navaretti (G.-B.), Scarpa (C.) et Wey (C.) (2006)

« *Contrasting Europe's decline: do product market reforms help?* », in T. Boeri, M. Castanheira, R. Faini and V. Galasso (eds.) *Structural reforms without prejudices*, Oxford University Press.

Fiori (G.), Nicoletti (G.), Scarpetta (S.) et Schiantarelli (F.) (2012)

« *Employment effects of product and labour market reforms are there synergies?* », *The Economic Journal*, vol. 122, n° 558.

Forlani (E.) (2010)

« *Competition in the service sector and the performances of manufacturing firms: does liberalization matter?* », CESifo Working Paper series, n° 2942.

Golub (S.) et Koyama (T.) (2006)

« *OECD's FDI regulatory restrictiveness index: revision and extension to more economies* », Documents de travail du département des Affaires économiques de l'OCDE, n° 525.

Griffith (R.) et Macartney (G.) (2014)

« *Employment protection legislation, multinational firms and innovation* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 96, n° 1.

Nicoletti (G.) et Scarpetta (S.) (2003)

« *Regulation, productivity and growth* », *Economic Policy*, n° 36.

Perspectives de l'emploi de l' OCDE (2013)

Annexe

Modèles et estimations

L'étude comporte un modèle en quatre étapes présenté dans la section 3]. Cette annexe présente les formalisations de ces étapes ainsi que les résultats d'estimation correspondants ¹³.

Effets de long terme des prix de production et des salaires sur la PGF

D'après le modèle, six indicateurs des rentes et de leurs partages influencent la PGF : les logarithmes des prix de production relatifs des secteurs manufacturiers et non manufacturiers (notés DM_p et DNM_p) ¹⁴, les indicateurs d'impact indirect des prix de production relatifs (IM_p et INM_p) et les indicateurs de l'impact des salaires des travailleurs hautement qualifiés et moyennement ou faiblement qualifiés (JH_w et JL_w). Les effets de ces six indicateurs sont estimés à partir de l'équation suivante (l'emploi de minuscules signifie que les variables sont en logarithme) :

$$pgf_{cit} = \alpha * DM_p_{cit-1} + \beta * DNM_p_{cit-1} + \gamma * IM_p_{cit-1} + \delta * INM_p_{cit-1} + \lambda * JL_w_{cit-1} + \mu * JH_w_{cit-1} + \theta * pgf_{cit-1}^{US} + \eta_c + \eta_i + \eta_t + \eta_{ci} + \eta_{ct} + \epsilon_{cit} \quad (1)$$

Tableau A1 Résultats d'estimation de l'équation (1)

(variable dépendant : le logarithme de la PGF – pgf)

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
PGF des États-Unis (pgf)		0,821*** [0,013]	0,688*** [0,014]	0,704*** [0,014]	0,720*** [0,014]	0,756*** [0,015]
Impact indirect des rentes amont	Tous secteurs	-0,486*** [0,074]		-0,546*** [0,070]	-0,479*** [0,068]	
	Secteurs manufacturiers (IM_p)					-0,446*** [0,069]
	Secteurs non manufacturiers (INM_p)					-5,060*** [0,898]
Impact direct des rentes	Tous secteurs		-0,513*** [0,034]	-0,523*** [0,033]	-0,441*** [0,033]	
	Secteurs manufacturiers (DM_p)					-0,379*** [0,037]
	Secteurs non manufacturiers (DNM_p)					-0,827*** [0,090]
Impact des salaires	Tous travailleurs				-2,091*** [0,170]	
	Travailleurs hautement qualifiés (JH_w)					-3,043*** [0,329]
	Travailleurs moins qualifiés (JL_w)					-1,743*** [0,215]
Observations		2 820	2 820	2 820	2 820	2 820
R ²		0,760	0,779	0,785	0,798	0,804

*** significativité à 1% ; ** significativité à 5% ; * significativité à 10%. Écarts-types entre crochets.

Les effets fixes pays*secteur et pays*année sont inclus dans chaque estimation.

¹³ Les principales variables introduites dans les équations estimées sont non stationnaires (la PGF, les prix de productions relatifs, les salaires) et cointégrées. L'estimateur des moindres carrés ordinaires (MCO) dynamiques est utilisé pour chaque estimation.

¹⁴ DM_p est égal au prix de production relatif pour une observation du secteur manufacturier et égal à 0 sinon. L'inverse est vrai pour DNM_p évidemment.

Avec : c , i et t les indices pays, secteurs et temps respectivement ; η_c , η_i , η_t , η_{ci} et η_{ct} des effets fixes pays, industrie, temps, pays*industrie et pays*temps ; ϵ le terme d'erreur.

Le tableau A1 présente les résultats d'estimation de l'équation (1) (colonne 5) ainsi que différentes estimations alternatives. La colonne (4) présente les résultats obtenus lorsque ne sont pas différenciés les impacts, d'une part, des prix de production relatifs des secteurs manufacturiers et des secteurs des services et réseaux et, d'autre part, des salaires réels des travailleurs hautement et moins qualifiés. Les trois premières colonnes montrent la robustesse des résultats à la suppression de variables explicatives.

Effets de long terme des réglementations sur les prix et salaires

Le processus de construction des rentes est caractérisé à l'aide des indicateurs de réglementation de l'OCDE et *via* l'estimation de quatre relations :

- entre les indicateurs de réglementations anticoncurrentielles des secteurs non manufacturiers (NMR) et les prix de production relatifs dans ces mêmes secteurs :

$$DNM_{pit} = \theta^a * NMR_{cit} + \eta_{ci}^a + \eta_{ct}^a + \epsilon_{cit}^a \quad (a)$$

- entre les indicateurs de tarifs harmonisés sur les biens importés (HT) et les prix de production relatifs dans les secteurs manufacturiers :

$$DM_{pit} = \theta^b * HT_{cit} + \eta_{ci}^b + \eta_{ct}^b + \epsilon_{cit}^b \quad (b)$$

- entre l'indicateur de l'OCDE sur la législation sur la protection des emplois (EPL) et les salaires réels des travailleurs hautement qualifiés :

$$JH_{wt} = \theta^c * EPL_{ct} + \eta_c^c + \eta_t^c + \epsilon_{ct}^c \quad (c)$$

- entre ce même indicateur EPL et les salaires réels des travailleurs moins qualifiés :

$$JH_{wt} = \theta^d * EPL_{ct} + \eta_c^d + \eta_t^d + \epsilon_{ct}^d \quad (d)$$

Remarquons que les estimations des équations (c) et (d) sont réalisées sur des données agrégées au niveau pays. Les tableaux A2 et A3 présentent les résultats de ces estimations.

Tableau A2 Effets des réglementations des marchés des biens et services sur les rentes

(variable dépendante : le logarithme des prix de productions relatifs (p^M et p^S))

	(1)	(2)
	Secteurs des services et réseaux	Secteurs manufacturiers
Indicateurs de réglementation ⁽¹⁾	0,024*** [0,005]	0,031*** [0,005]
Observations	753	2 067
R ²	0,457	0,201

*** significativité à 1% ; ** significativité à 5% ; * significativité à 10%. Écarts-types entre crochets.

Les effets fixes pays*secteur et pays*année sont inclus dans chaque estimation.

(1) : Indicateur NMR pour secteurs non manufacturiers et HT pour les secteurs manufacturiers.

Tableau A3 Effets de la législation sur la protection des emplois sur les salaires réels

(variable dépendante : le logarithme du salaire réel (w^H et w^F))

	(1)	(2)
Qualifications	Hautes	Moyennes et faibles
Indicateur EPL	0,030* [0,017]	0,087*** [0,017]
Observations	238	238
R ²	0,998	0,998

*** significativité à 1% ; ** significativité à 5% ; * significativité à 10%. Écarts-types entre crochets. L'estimation est réalisée sur données agrégées au niveau national. Les effets fixes pays et année sont inclus dans chaque estimation.

Effets des prix de production sur les prix de consommation

L'impact des prix de production sur le niveau général des prix est estimé sur données nationales ¹⁵. Le tableau A4 présente les résultats d'estimations obtenus à partir de l'équation suivante :

$$pc_{ct} = \tau * p + \eta_c^{conso} + \eta_t^{conso} + \epsilon_t \quad (2)$$

Avec pc et p les prix de consommation et de production, tous deux en logarithmes.

Tableau A4 Effets des prix de production sur les prix de consommation

(variable dépendante : le logarithme du prix de consommation – pc)

	(1)
Prix de production	0,762*** [0,020]
Observations	229
R ²	0,989

*** significativité à 1% ; ** significativité à 5% ; * significativité à 10%. Écarts-types entre crochets.

L'estimation est réalisée sur données agrégées au niveau national. Les effets fixes pays et année sont inclus dans chaque estimation.

Évaluation de la dynamique

Les étapes précédentes ont permis d'étudier les relations de long terme entre les variables. Les valeurs prédites par ces estimations sont des cibles de long terme, autrement dit si la valeur d'une variable explicative change, celle de la variable dépendante ne va pas atteindre immédiatement la valeur prédite par le modèle estimé. Cette quatrième étape permet d'étudier le nombre de périodes nécessaire pour atteindre la cible, soit la dynamique du modèle.

À cette fin, nous estimons une relation de court terme pour chacune des variables dépendantes précédentes (DM_p , DNM_p , IM_p , INM_p , JH_w , JL_w , PGF). Dans une première étape, nous calculons la différence entre la valeur courante de la variable et sa cible de long terme grâce aux résultats d'estimations des relations de long terme. Le résultat est appelé le terme de correction d'erreur, noté EC ¹⁶.

¹⁵ Pour l'évaluation de l'impact des réformes sur les prix de consommation, il faudra donc agréger au niveau pays l'impact des réformes sur les prix de production, lequel est préalablement calculé au niveau sectoriel.

¹⁶ Si l'estimateur des MCO est mobilisé pour la relation de long terme alors EC est égal au terme d'erreur de la relation estimée. Nous utilisons dans cette étude l'estimateur des MCO dynamiques, aussi cette égalité n'est plus respectée.

Dans une seconde étape, nous estimons l'impact de ce terme sur la différence première de la variable. Les équations correspondantes sont présentées ci-dessous (avec Δ indiquant une différence première) :

- Effets des prix de production et des salaires sur la productivité :

$$\Delta pgf_{cit} = \pi^{pgf} * CE_{cit-1}^{pgf} + \epsilon_{cit}$$

- Effets des réglementations sur les prix de production et les salaires :

$$\Delta DNM_p_{cit} = \pi^a * CE_{cit-1}^a + \epsilon_{cit}^a$$

$$\Delta DM_p_{cit} = \pi^b * CE_{cit-1}^b + \epsilon_{cit}^b$$

$$\Delta JH_w_{cit} = \pi^c * CE_{cit-1}^c + \epsilon_{cit}^c$$

$$\Delta JL_w_{cit} = \pi^d * CE_{cit-1}^d + \epsilon_{cit}^d$$

- Effets des prix de production sur les prix de consommation :

$$\Delta pc_{ct} = \pi^{conso} * CE_{ct-1}^{conso} + \epsilon_{ct}^{conso}$$

Le tableau A5 présente les coefficients d'ajustement (π) obtenus à partir des équations précédentes.

Tableau A5 Coefficients d'ajustement

Variable dépendante	Croissance de la PGF (Δpgf)	Croissance des prix de production relatifs		Croissance du salaire réel		Croissance du prix de consommation (Δpc)
		Non manuf. (ΔDNM_p)	Manuf. (ΔDM_p)	Haute qualif. (ΔJH_w)	Faible qualif. (ΔJL_w)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Terme de correction d'erreur (EC)	-0,215*** [0,013]	-0,235*** [0,027]	-0,025** [0,010]	-0,119*** [0,036]	-0,066** [0,033]	-0,077** [0,035]
Observations	2 820	753	2 067	225	225	231
R ²	0,095	0,088	0,004	0,056	0,039	0,648

*** significativité à 1% ; ** significativité à 5% ; * significativité à 10%. Écarts-types entre crochets.

Marché du travail : institutions et réformes

Synthèse de la troisième conférence sur le marché du travail des 4 et 5 décembre 2014 organisée à Aix-en-Provence par l'École d'économie d'Aix-Marseille et la Banque de France

Clémence BERSON, Sébastien ROUX et Grégory VERDUGO

Direction des Études microéconomiques et structurelles

L'École d'économie d'Aix-Marseille (Aix-Marseille School of Economics – AMSE) et la Banque de France ont organisé leur troisième conférence sur le marché du travail autour d'universitaires et de représentants d'organisations internationales et de banques centrales. Les débats ont porté sur les effets des réformes du marché du travail en temps de crise, le rôle des migrations dans les marchés du travail européens et des institutions les organisant, et sur les dynamiques d'ajustement du marché du travail. Les expériences contrastées de l'Allemagne, dont les performances économiques sont à mettre au crédit de la modération salariale induite par la décentralisation des négociations salariales au niveau des entreprises, du Portugal, durement frappé par la crise et ayant engagé des réformes ambitieuses du marché du travail, et de la France ont été présentées et discutées. Un accent a notamment été mis sur l'importance de l'accord du corps électoral pour soutenir de telles réformes. De même, de nombreux enseignements particulièrement riches ont pu être tirés des travaux portant sur les institutions du marché du travail, la dynamique d'ajustement du marché du travail à des chocs de diverses natures ou sur les migrations entre pays.

Mots clés : marché du travail, réformes, migrations

Codes JEL : J2, J3, J5, J6, J7

NB : Le programme peut être téléchargé sur : https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Economie_et_Statistiques/AMSE-BdF-Labor-market-Conference-Program.pdf

L'École d'économie d'Aix-Marseille (*Aix-Marseille School of Economics – AMSE*) et la Banque de France ont organisé à Aix-en-Provence leur troisième conférence sur le marché du travail en invitant des universitaires et des représentants d'organisations internationales ou de banques centrales¹. Christian Dustmann, professeur d'économie à *University College London* (UCL), ainsi que Fabrice Murtin, économiste à l'OCDE et professeur associé à Sciences Po Paris, y ont chacun prononcé une allocution plénière.

Henri Pagès, conseiller scientifique à la direction générale des Études et des Relations internationales, et Alain Trannoy, président de l'AMSE, ont ouvert le colloque en soulignant en premier lieu la fécondité des échanges entre les deux institutions, dont la conférence est une illustration. Henri Pagès a notamment mentionné l'importance pour les banquiers centraux de bien comprendre les mécanismes du marché du travail pour mieux appréhender comment les décisions de politique monétaire peuvent affecter les ajustements de ce marché. Les approches de type courbe de Phillips, longtemps utilisées pour examiner les liens entre politique monétaire et marché du travail, ont été remises en question depuis vingt ans par la littérature académique, notamment *via* la prise en compte des frictions sur le marché du travail. Un grand nombre de présentations de cette conférence se sont notamment appuyées sur les outils développés par Diamond, Mortensen et Pissarides (prix Nobel en 2010) pour étudier le marché du travail et comprendre comment le réformer. C'est notamment le cas de l'article de Fabrice Murtin (OCDE et Sciences Po Paris) et Jean-Marc Robin (Sciences Po Paris et UCL), présenté lors de la seconde session plénière, qui examine les effets des réformes du marché du travail en s'appuyant sur ce type d'outil, ainsi que des travaux présentés dans la session consacrée aux dynamiques de marché du travail. De façon complémentaire, la bonne compréhension du fonctionnement des institutions du marché du travail peut être importante, car la plupart des théories macro-économiques ne rendent pas bien compte de leur effet. La session consacrée au rôle des institutions sur le marché du travail présente des contributions visant à éclairer les effets des négociations sectorielles portant

sur les salaires ou de la mise en place de contrats temporaires. Enfin, comme souligné par Franck Smets (Banque centrale européenne), « les différences persistantes de taux de chômage entre régions et pays ont remis le rôle des migrations dans l'ajustement des marchés du travail à l'agenda de la politique Européenne ». La première session plénière, présentée par Christian Dustmann (UCL) a ainsi proposé les éléments théoriques et méthodologiques permettant d'étudier les migrations temporaires, dont on peut penser qu'elles pourraient jouer un rôle important sur ces ajustements. La session 2 aborde également les questions de discrimination et de migration.

Cette conférence, en associant universitaires et banquiers centraux, a permis d'échanger les expériences de pratiques différentes sur la thématique du marché du travail, à un moment où elle a été au centre de l'édition 2014 du symposium de Jackson Hole.

I | Marché du travail et institutions

La première session de la conférence a porté sur les liens entre marché du travail et institutions. La présidente de la session, Eliana Viviano (Banca d'Italia), a souligné que les différences existantes entre les institutions des différents pays sont importantes à examiner car elles peuvent expliquer les différences de réaction entre les pays face à des chocs communs, qu'ils soient négatifs ou positifs. Il est utile pour les banques centrales de bien comprendre comment ces différences entre pays peuvent affecter les canaux de transmission de la politique monétaire sur le marché du travail.

Les mécanismes de fixation des salaires dépendent souvent de négociations qui se déroulent à un niveau sectoriel où des minima de salaires sont fixés. Le premier article², présenté par Pedro Martins (*School of Business Management, Université Queen Mary, Londres*), examine l'effet au Portugal de tels mécanismes, et plus particulièrement de l'extension d'accords collectifs de branche portant sur les salaires minimaux. Le Portugal se caractérise, comme d'autres pays dont la

¹ Ces conférences sont annuelles et se déroulent par alternance à Aix-Marseille et à Paris. Les synthèses des deux précédentes conférences sont accessibles par les liens suivants : <https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/la-recherche/seminaires-et-colloques/marche-du-travail-institutions-et-reformes.html> pour celle de décembre 2012 et <https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/la-recherche/seminaires-et-colloques/conference-amse-banque-de-france-marche-du-travail-institutions-et-reformes.html> pour celle de décembre 2013.

² Martins (P.) 2014, « 30,000 minimum wages: the collective effects of minimum wage extensions », mimeo.

France, par un système de négociations décentralisées au niveau sectoriel, dont des salaires minimaux définis au niveau des postes occupés par les salariés. L'accord est ensuite étendu à l'ensemble des entreprises du secteur selon les modalités négociées. À l'aide de données administratives mensuelles, l'auteur examine l'effet de ces extensions sur l'emploi et la masse salariale des secteurs concernés. Il trouve qu'une extension d'un accord de salaire minimum conduit dans les quatre mois à une diminution de 2 % de l'emploi et de la masse salariale du secteur concerné, cette diminution pouvant atteindre 25 % pour les petites entreprises, par rapport aux secteurs non concernés par de telles extensions. Ces évolutions sont en premier lieu le fait de fermetures d'entreprises ou de réduction des recrutements. Elles s'interprètent avant tout par une législation de l'emploi très protectrice, créant des rigidités dont les petites entreprises seraient les premières victimes, celles-ci ne participant pas aux négociations. Christian Schluter (AMSE), discutant de la session, a salué l'intérêt de ce travail, la qualité des données sur lesquelles il s'appuie et, en particulier, le caractère mensuel de l'information disponible. Il a regretté toutefois l'absence de décomposition de l'emploi par professions, qui aurait pu affiner les constats établis par l'auteur. Au-delà de ces limitations de données, Christian Schluter a posé certaines questions sur la stratégie empirique de l'auteur. En particulier, l'auteur ne présente des résultats que sur l'incidence de l'extension et non son intensité. Il aurait ainsi pu régresser son indicateur d'évolution d'emploi sur l'ampleur de la hausse du salaire minimum pour explorer cette thématique. Une autre question a porté sur l'intérêt à disposer de données de salaires à une fréquence relativement élevée et sur la stratégie adoptée par l'auteur pour traiter le bruit induit par cette caractéristique des données. Enfin, le discutant s'est interrogé sur l'interprétation causale qui est faite des effets présentés. Par exemple, quelle est la régularité des extensions ? Dans quelle mesure sont-elles prévisibles ?

Si le premier article s'intéressait à l'effet des minima de branche sur les branches concernées, le second article³, présenté par Erwan Gautier (Laboratoire d'économie et de management de Nantes-Atlantique – LEMNA et Banque de France), examine les déterminants des signatures d'accords salariaux au niveau des branches professionnelles ainsi que des revalorisations des salaires minimaux qui en découlent. Une attention particulière est portée à l'effet du salaire minimum

(Smic) fixé au niveau national sur ces accords. Pour cela, il utilise des données originales rassemblant plus de 50 000 salaires minimaux de branche pour les 320 principales branches du secteur privé en France entre 2006 et 2014. Le calendrier du salaire minimum national semble jouer un rôle sur le calendrier de signature des accords, ceux-ci étant plus fréquents en juillet et en janvier, en particulier depuis que le Smic est revalorisé automatiquement en janvier. Toutefois, l'ampleur des hausses de salaire minimum, comme les autres grandeurs macro-économiques, n'affecte que marginalement le calendrier de signature des accords. Avec l'inflation, le salaire minimum national a un effet significatif sur tous les salaires de branche, y compris au-delà de son voisinage direct. Cet effet illustre le rôle que le Smic peut avoir sur des rigidités allant au-delà des seuls salariés concernés directement par le salaire minimum. Après avoir souligné l'intérêt du papier, Christian Schluter a soulevé les difficultés empiriques que la recherche rencontre : en particulier la difficulté à identifier l'impact causal du salaire minimum national sur les salaires de branche, du fait de l'effet qu'ont ceux-ci sur la structure des salaires et finalement sur le salaire minimum même par un effet de circularité. Il est également revenu sur l'équation en forme réduite qui lie l'évolution du salaire de branche aux différentes grandeurs et suggère de mieux la fonder théoriquement, notamment en cherchant à l'interpréter sous forme de partage de surplus entre les négociateurs. Il a également suggéré d'enrichir cette équation par des variables supplémentaires reflétant notamment l'activité de la branche à défaut du taux de chômage qu'on voudrait rajouter dans l'esprit d'une courbe de Phillips, ou encore la part d'emplois temporaires dans la branche.

Les institutions sur le marché du travail n'organisent pas seulement les modes de fixation des salaires, elles définissent également la nature des contrats que les entreprises peuvent proposer aux salariés. Franck Malherbet (Crest, École polytechnique-Palaiseau et Université de Rouen), a exploré les raisons de la diffusion des emplois temporaires et son impact sur la rotation des employés dans les entreprises⁴. Dans leur contribution, les auteurs proposent un modèle de recherche d'emploi et d'appariement qui rend compte du choix par les entreprises entre emplois temporaires et permanents et pourquoi ces deux types d'emploi peuvent coexister. C'est l'existence d'une législation protectrice des emplois permanents (coût

3 Fougère (D.), Gautier (E.) et Roux (S.), 2014, « The impact of the minimum wage on industry-level wage bargaining in France », mimeo.

4 Cahuc (P.), Charlot (O.) et Malherbet (F.), 2014, « Explaining the spread of temporary jobs and its impact on labor turnover », mimeo.

de licenciement) et le caractère hétérogène des perspectives de production qui incitent les entreprises à utiliser des emplois temporaires. À l'inverse, le coût à poster des offres incite plutôt les entreprises à proposer des emplois permanents. Le modèle est calibré et permet de reproduire les principaux faits stylisés du marché du travail, dont le poids important des emplois temporaires dans les embauches, la durée très courte de ces emplois et la contribution majoritaire de ces emplois aux fluctuations des flux d'entrée dans l'emploi. Dans sa discussion, Christian Schluter a souligné l'apport de l'étude pour la meilleure compréhension des raisons poussant les entreprises à utiliser les emplois temporaires. Ses questions ont surtout porté sur l'adéquation entre la définition des emplois temporaires dans le modèle et dans les données. En effet, quels sont les emplois temporaires que les auteurs prennent en compte ? Dans quelle mesure s'agit-il d'emplois saisonniers ou autres ? Il a également posé la question de la coexistence entre emplois temporaires et emplois permanents. Dans quelle mesure la modélisation adoptée est-elle compatible avec le fait que les emplois de cadre sont très majoritairement des emplois permanents et ceux correspondant à des emplois peu qualifiés sont plus souvent des emplois temporaires ? Surtout, le modèle ne permet pas de reproduire le caractère segmenté du marché du travail parmi les faits stylisés cités. Enfin, il a regretté l'absence d'une estimation structurelle du modèle qui aurait été possible avec la disponibilité de données individuelles administratives, en particulier pour examiner les différences entre secteurs et occupations.

2| Table ronde : quelles réformes du marché du travail en temps de crise ?

Les discussions de la table ronde sur les réformes du marché du travail en temps de crise, présidée par Gilbert Cette (Banque de France et AMSE), ont été introduites par les questions suivantes :

- Considérez-vous que des réformes du marché du travail de large ampleur ont été mises en œuvre en France et en Europe ?

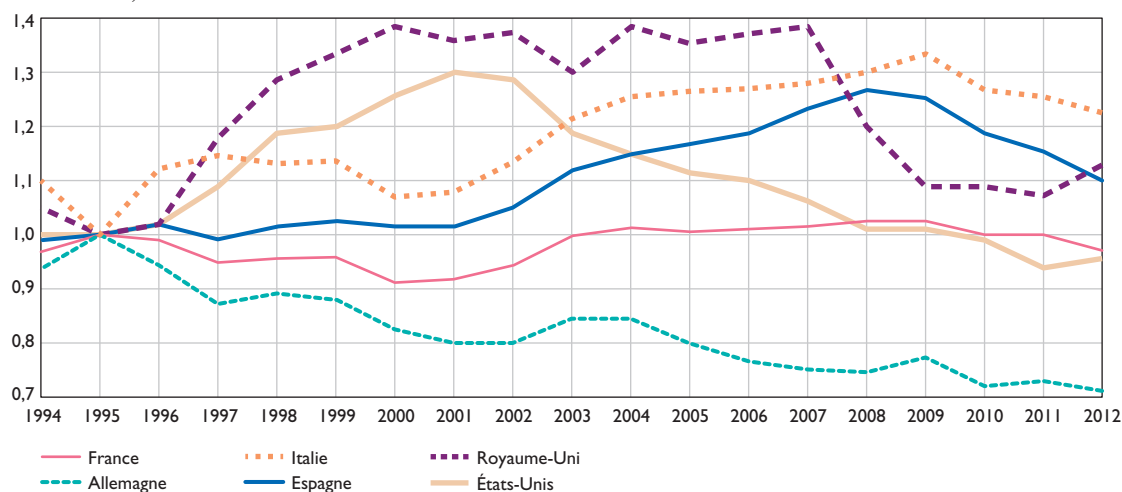
- Doit-on réformer en temps de crise ?
- Si oui, quel type de réformes ?
- Quels sont les effets à court et long terme de telles réformes ?

Pour aborder le thème des réformes en temps de crise, Christian Dustmann est revenu sur le cas allemand qui, en dix ans, est passé de statut d'« homme malade de l'Europe » à « superstar économique ». Une grande partie de ce « miracle » est attribuée aux réformes Hartz, une série de réformes législatives sur le marché du travail qui ont contribué à fluidifier le marché du travail, *via* la création d'emplois très courts faiblement rémunérés et un durcissement des conditions permettant de percevoir des indemnités chômage, et à l'amélioration de la balance commerciale allemande qui a suivi l'introduction de l'euro. Il a présenté les principaux enseignements d'une analyse récente⁵ qui propose une explication alternative selon laquelle le miracle allemand serait dû à l'augmentation de la compétitivité allemande induite par la décentralisation des modes de fixation des salaires. En fait, c'est la capacité de la structure de gouvernance du marché du travail allemand à se réformer et à adopter une politique de modération salariale qui a permis de baisser le coût unitaire du travail et d'améliorer la compétitivité allemande. Cette politique n'a pas été organisée par un gouvernement, mais a été le résultat de modifications progressives du système allemand de relations professionnelles, marquées par une décentralisation progressive des modes de fixation des salaires, du niveau sectoriel ou régional au niveau des entreprises, dans un contexte de diminution de la représentativité des organisations syndicales et du retrait d'un grand nombre d'employeurs de leurs associations professionnelles. Cette évolution est elle-même la réponse à un fort besoin de flexibilité du marché du travail allemand à la suite du coût de la réunification et elle a été rendue possible par la menace d'externalisation d'une grande partie de la production dans les pays d'Europe de l'Est. Cette dernière perspective a beaucoup contribué à modifier le pouvoir de négociations en faveur des employeurs. En ce qui concerne les réformes Hartz, elles ont essentiellement accompagné et prolongé ce mouvement de flexibilisation du marché du travail, sans vraiment en être à l'initiative, d'autant qu'elles ne concernaient pas directement le principal facteur

⁵ Dustmann (C.), Fitzenberger (B.), Schönberg (U.) et Spitz-Oner (A.), 2014, « From sick man of Europe to economic superstar: Germany's resurgent economy », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28-1 p. 167-188.

Graphique 1 Évolution du coût unitaire du travail

(indice base 1 = 1995)



Source : Dustmann et al. (2014), op. cit.

de l'amélioration de la compétitivité allemande qu'est la modération salariale. En outre, elles ont été mises en œuvre seulement en 2003, après que le processus de décentralisation des modes de fixation de salaire a été entamé (cf. graphique 1).

Les leçons que tire Christian Dustmann de ces évolutions sont de deux ordres. D'une part les réformes Hartz ne sont pas la « bonne » recette à appliquer aveuglément à tous les pays désireux d'améliorer leurs performances sur le marché du travail car elles ne sont pas à l'origine du miracle allemand. La décentralisation des processus de formation des salaires est beaucoup plus difficile à répliquer dans d'autres pays car elle n'est pas attribuable à des réformes législatives, mais bien à l'évolution d'un rapport de force. D'autre part, l'euro n'est pas la cause de ces évolutions, l'amélioration de la compétitivité allemande ayant été initiée bien avant sa mise en place.

Pedro Martins, qui a été secrétaire d'État chargé de l'emploi dans le gouvernement du Portugal entre 2011 et 2013, a présenté un contexte différent de celui de l'Allemagne. Il a fait part des difficultés auxquelles il a dû faire face lorsqu'il est entré en fonction, qui étaient de deux natures : conjoncturelle, avec la récession alors en cours, et structurelle, avec la rigidité des salaires à la baisse, la faible représentativité des partenaires sociaux et la segmentation du marché du travail. Des mesures de grande ampleur visant à réformer le marché du travail ont alors été mises en œuvre. Présentées comme apportant de la « flexicurité », elles s'appuyaient sur quatre piliers : réforme du code du travail et de la

négociation collective, politiques actives sur le marché du travail, réforme de la formation professionnelle et du système d'assurance chômage. L'ensemble de ces réformes a pu atteindre une partie de ses objectifs, même si toutes les difficultés n'ont pas encore été surmontées. Le taux de chômage a ainsi décliné de 17,5 % à 13,1 % de la population active, accompagné d'une forte décroissance du taux de chômage des jeunes. Le Portugal n'est plus considéré par l'OCDE comme un pays ayant une législation de protection de l'emploi particulièrement restrictive. Ces évolutions sont à rapporter à d'autres pays comme l'Espagne et la Grèce dans lesquels les marchés du travail ont moins été réformés et qui ont connu des performances en matière d'emploi bien inférieures à celles du Portugal alors qu'ils se trouvaient dans une situation initiale similaire.

Fabrice Murtin a commencé par dresser un constat de l'état du marché du travail en France. Il a rappelé en premier lieu que la France se caractérise par un taux de chômage structurel plus élevé que dans la plupart des pays de l'OCDE. Cette situation est en fait liée à un déficit de mobilité professionnelle, en particulier la mobilité chômage-emploi. Les causes potentielles de ce déficit sont, du côté de l'offre de travail, un mécanisme d'indemnisation du chômage trop généreux et un manque d'efficacité du service public de l'emploi et du système de formation, et du côté de la demande de travail, une protection de l'emploi trop restrictive, un marché des biens trop peu compétitif et un coût du travail trop élevé que ce soit du fait des cotisations sociales ou du système de formation

des salaires, marqué par un salaire minimum national trop élevé et un système de couverture des conventions collectives très large (cf. présentation d'Erwan Gautier plus haut). Sur la base de ce constat, Fabrice Murtin a identifié deux trains de réformes à mener, comparables à ce qu'a mis en place Pedro Martins au Portugal, à savoir une baisse du coin fiscal, différence entre coût salarial et salaire effectivement disponible, et une décentralisation des négociations salariales.

Dans un article récent⁶ dont il a rappelé les principales conclusions, Fabrice Murtin suggère que, par rapport aux autres pays européens, l'excès de chômage en France peut être intégralement expliqué par la conjonction d'une fiscalité sociale élevée et d'une forte extension de couverture des accords salariaux, celle-ci étant appréhendée par la différence entre le taux de couverture des accords salariaux (90 % de l'emploi) et le taux de syndicalisation (7 %). Plus précisément, il a observé que l'élasticité du chômage par rapport au coin fiscal est d'autant plus élevée que l'extension de couverture l'est. L'interprétation qu'il donne à cet effet est la suivante : les syndicats, largement représentés dans les grandes entreprises, peuvent négocier des salaires qui sont supportables pour les grandes entreprises mais qui le sont beaucoup moins pour les entreprises plus petites, moins souvent parties prenantes, lesquelles ne peuvent que subir une politique salariale qui leur convient probablement moins. Améliorer la représentativité du tissu entrepreneurial lors des négociations salariales permettrait donc de fixer des niveaux de salaires qui favorisent l'embauche par les entreprises plus petites. En se fondant sur ces résultats, Fabrice Murtin a suggéré deux pistes de réforme à adopter : une réduction du coin social-fiscal et une meilleure représentativité des instances participant au système de fixation des salaires. Toutefois, en période de crise, la diminution du coin fiscal peut difficilement être engagée, du fait des besoins accrus de l'État. C'est pourquoi il a suggéré de développer des instruments permettant aux économies de s'ajuster aux fluctuations de l'activité, comme les mécanismes de chômage partiel mis en place en Allemagne pendant la crise, ou bien de privilégier ces périodes d'activité basse pour former les salariés.

Dans son intervention, Alain Trannoy est revenu sur la difficulté à réformer le marché du travail en France. Il a donc invité à mieux réfléchir au processus qui conduit ou pas à l'adoption de réformes. Les économistes ont des préconisations de réforme qui font consensus parmi les

experts, mais qui ne sont pas adoptées par les politiques. La raison que voit Alain Trannoy à ce phénomène est que les économistes ne perçoivent pas nécessairement dans quelle mesure ces réformes sont acceptables par les politiques lorsqu'ils les proposent, car elles peuvent mettre en danger leurs perspectives de réélection et ainsi leur carrière. Cette difficulté est particulièrement marquée sur le marché du travail, qui se différencie des autres marchés par l'attention particulière que les électeurs lui portent. Deux obstacles se dressent face à l'adoption de réformes : le temps qu'elles vont mettre pour qu'on en perçoive les effets bénéfiques et les perdants potentiels sur le court terme, voire sur le long terme. Or, les économistes ont rarement des éléments solides à proposer sur ces deux aspects. En revanche, les conseillers politiques percevront plus rapidement les inconvénients de court terme de la réforme, qui se traduisent par l'expression des mécontentements des perdants potentiels. Les effets de second ordre sont alors magnifiés, ce qui empêche l'adoption de réformes qui pourraient améliorer le bien-être général. La suggestion d'Alain Trannoy pour remédier à cette situation serait de créer une fonction d'ingénieur social, occupée par des économistes, qui pourraient mieux éclairer les responsables politiques sur les conséquences de court terme des réformes. De son point de vue, ce sont les économistes du travail qui sont les mieux armés pour occuper cette fonction.

Gilbert Cette a souhaité apporter une réponse à la question du moment opportun pour effectuer des réformes, et notamment sur l'idée selon laquelle les réformes ne peuvent être accomplies qu'en temps de crise, lorsque la situation est reconnue comme suffisamment grave pour les initier. Gilbert Cette a rappelé qu'à l'aune des expériences australienne, canadienne et suédoise des années quatre-vingt-dix⁷, il est possible de réformer sans que cela conduise nécessairement à des défaites électorales. Cela suggère que des réformes peuvent être menées sans que des circonstances exceptionnelles les induisent. Au sujet des réformes en Allemagne, Christian Dustmann a précisé que des réformes politiques ne pouvaient pas être, seules, à l'origine de la décentralisation du processus de formation des salaires. Tout au plus ont-elles permis à ce processus de se réaliser. Pedro Martins a également rappelé que les réformes doivent venir des citoyens : les responsables politiques doivent avant tout apporter des réponses aux demandes des électeurs, qui n'ont pas la même appréciation que les experts économistes du

6 Murtin (F.), de Serres (A.) et Hijzen (A.), 2014, « Unemployment and the coverage extension of collective wage bargaining agreements », *European Economic Review*, vol. 71 (C), p. 52-66.

7 Aghion (P.), Cette (G.) et Cohen (E.), 2014, « Changer de modèle », Éditions Odile Jacob.

fonctionnement du marché du travail. Alain Trannoy a rebondi sur cette remarque pour préciser que les réformes doivent être lancées au moment de l'arrivée au pouvoir d'une nouvelle équipe et que la mise en œuvre des réformes est le résultat d'un jeu complexe entre le pouvoir exécutif, le pouvoir législatif et, particulièrement en France, l'expression de certaines populations telle qu'elle se manifeste dans la rue ou à l'occasion de grèves. Il a ainsi signalé le problème de contexte politique en France pour mettre en œuvre des réformes.

3| L'économie des migrations temporaires

Dans sa communication, Christian Dustmann a présenté ses derniers travaux sur l'intégration économique des immigrés dans les pays développés. Pour appréhender correctement la contribution des

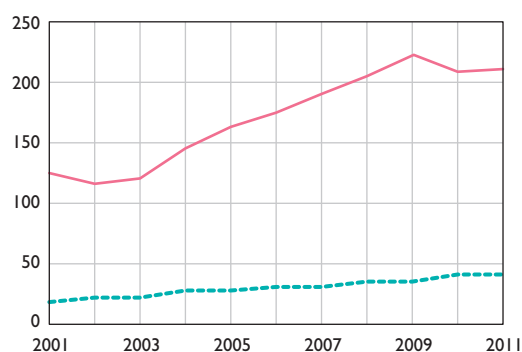
immigrés à leur économie d'accueil, il est crucial de pouvoir mesurer la dynamique de leurs revenus au cours du temps. Or, estimer l'assimilation économique des immigrés est compliqué par plusieurs facteurs. Premièrement, la composition des flux d'immigrés varie au cours du temps, ce qui rend problématique l'interprétation de l'évolution de leurs revenus, notamment avec des données en coupe. Si la qualité des cohortes change de manière substantielle, alors l'évolution passée constatée ne permet pas de prédire le comportement futur.

Deuxièmement, les migrations sont souvent temporaires. La proportion d'immigration retour est ainsi élevée. Dans certains pays comme l'Allemagne et le Japon, les flux d'immigration retour sont presque équivalents aux flux d'entrée comme le montrent les graphiques 2. Les caractéristiques moyennes des immigrés peuvent ainsi évoluer en fonction de leur durée de présence sur le territoire si les immigrés sortants ont des caractéristiques particulières.

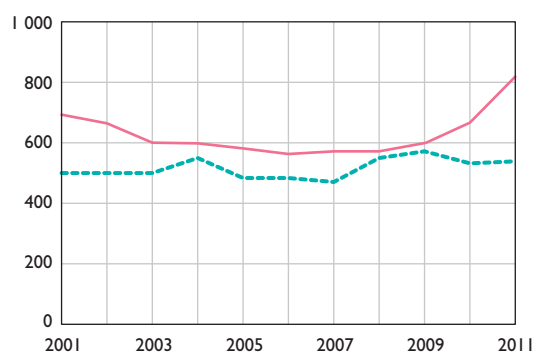
Graphiques 2 Flux d'immigration entrée et retour par pays

(en milliers)

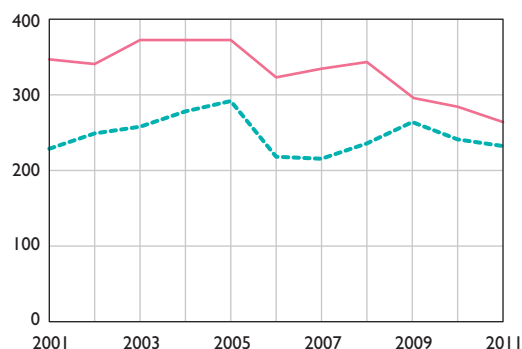
a) Australie



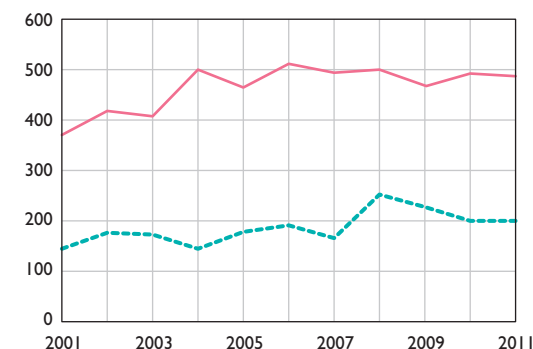
b) Allemagne



c) Japon



d) Royaume-Uni



— Flux entrant

--- Flux sortant

Source : Dustmann (C.) et Görlach (J. S.), 2014, « Selective outmigration and the estimation of immigrants' earnings profiles », CReAM Discussion Paper Series (n° 02/14).

Il devient alors difficile d'interpréter l'assimilation économique en fonction de la présence sur le territoire sans contrôler pour le changement des caractéristiques moyennes des individus.

La construction d'un modèle dynamique de choix de migration aller et retour permet de mieux comprendre les décisions de migration mais se confronte à des problèmes complexes de modélisation. Les migrations reflètent des décisions individuelles d'investissement en capital humain : le capital humain accumulé *via* l'expérience sur le marché du travail et le capital social, reflétant les liens tissés dans le pays d'accueil. Les différences de productivité individuelle influent sur la dynamique d'accumulation relative de chaque type de capital humain dans le pays d'accueil. Le modèle permet alors de distinguer la part relative des différences de préférence et de productivité dans la décision de migration retour.

4 | Migration et discrimination

La deuxième session de la conférence s'est intéressée aux migrations et aux processus de discrimination sur le marché du travail.

Linas Tarasonis (AMSE) a commencé par présenter ses travaux réalisés en collaboration avec Bruno Decreuse (AMSE) visant à expliquer les différences de salaire et de taux de chômage entre groupes ethniques aux États-Unis⁸. Les travailleurs d'origine afro-américaine sont dans une situation défavorable : leurs salaires sont inférieurs, ils ont une plus forte probabilité de perdre leur emploi et connaissent alors des périodes plus longues de chômage. Pour expliquer ces différences, de nombreux articles se fondent sur l'hypothèse de discrimination par préférence. Selon Becker (1971), la discrimination par préférence suppose que les membres de la majorité tirent une plus faible utilité des transactions réalisées avec des travailleurs issus de minorités qu'avec ceux de leur majorité. Or, les indicateurs récents suggèrent que les préjugés envers les minorités ont diminué drastiquement durant ces dernières décennies tandis que les différentiels de réussite sur le marché du travail restaient stables.

Selon Linas Tarasonis, la discrimination statistique pourrait jouer un plus grand rôle que la discrimination par préférence et mieux expliquer les écarts constatés. La discrimination statistique décrit des situations où les employés ont des caractéristiques inobservables dont l'employeur croit que la distribution diffère entre les groupes, que cette croyance soit effective ou non. Selon cette théorie, les employeurs proposent des salaires inférieurs aux membres des groupes dont la productivité moyenne est plus faible lorsque celle-ci est initialement partiellement inobservable.

Pour évaluer le rôle de chaque type de discrimination, les auteurs développent un modèle comprenant deux types de travailleurs dont les productivités inobservables diffèrent. Les paramètres du modèle sont estimés à partir des données du marché du travail américain et utilisés pour réaliser des simulations. Le modèle reproduit bien les caractéristiques du marché du travail américain et confirme quantitativement l'importance de la discrimination statistique. La plus faible qualité des appariements entre emplois et travailleurs des afro-américains observée dans les données reflète ainsi en grande partie un comportement de discrimination statistique. Dans sa discussion, Denis Fougère (CNRS, Crest, Sciences Po Paris, IZA et Banque de France) souligne les difficultés d'interprétation des différences de productivités inobservées. En pratique, elles peuvent refléter des différences d'éducation ou d'efficacité moyenne mais les implications en termes de politique publique sont très différentes. Enfin, les estimations du rendement de l'expérience proposées dans l'article sont potentiellement biaisées par des problèmes d'endogénéité qu'il est difficile de corriger sans variation exogène.

Le deuxième article de la session⁹ a été présenté par Patrick Puhani (*Hannover University* et IZA). Son travail cherche à quantifier le rôle des migrations dans l'ajustement économique des pays avancés. La mobilité du travail est un facteur d'adaptation primordial lors de chocs asymétriques entre régions ou pays sur le marché du travail. Celui-ci est d'autant plus important dans une zone monétaire comme l'euro où l'ajustement par les taux de change est, par définition, impossible. Or, dans la zone euro, les disparités entre pays, déjà initialement fortes, sont en hausse depuis la crise.

8 Decreuse (B.) et Tarasonis (L.), 2014, « Estimating a search equilibrium model of statistical discrimination: racial wage and unemployment disparities in the US », mimeo.

9 Jauer (J.), Liebig (T.), Martins (J.) et Puhani (P.), 2014, « Migration as an adjustment mechanism in the crisis? A comparison of Europe and the United States » IZA Discussion paper n° 7921.

L'article quantifie la réponse des flux de migration pour pouvoir mesurer le rôle rééquilibrant de la mobilité du travail. Les résultats suggèrent que les niveaux de mobilité à l'échelon régional ont augmenté en Europe relativement aux États-Unis. La mobilité a augmenté de manière forte depuis les élargissements de l'UE en 2004 et 2007 mais également en réponse aux différences de condition du marché du travail provoquées par la crise. Ainsi, environ un quart des chocs asymétriques du marché du travail pourraient être résorbés en un an en Europe si le niveau de mobilité actuel se maintenait. Dans la zone euro, la mobilité est toutefois le reflet de la mobilité des nationaux originaires de pays hors zone euro ou celle d'immigrés devenus nationaux des pays membres de la zone euro. Ces évolutions contrastent avec celles observées aux États-Unis où la mobilité entre états n'a pas changé de manière significative suite à la crise.

Denis Fougère a fait remarquer aux auteurs de l'article que les estimations proposées peuvent souffrir d'un biais de variables omises. Des variables telles que la composition industrielle locale, le coût de l'immobilier ou le niveau d'éducation peuvent influencer les décisions de migration. Enfin, il a été surpris de constater que les différences de salaire n'ont pas d'effet sur les migrations contrairement aux écarts de taux de chômage.

Le troisième article de la session a été présenté par Gregory Verdugo (Banque de France, Paris). Il étudie l'impact de l'immigration faiblement qualifiée sur le marché du travail des natifs en France¹⁰. L'article isole les natifs les plus en concurrence avec les immigrés en se focalisant sur les travailleurs qui occupent initialement, c'est-à-dire avant un choc migratoire, des emplois que les immigrés ont tendance à occuper de manière disproportionnée. Les immigrés sont largement surreprésentés dans certains emplois et dans certaines localisations. La part d'immigrés est de dix points supérieure dans le secteur de la construction et de cinq points supérieure dans les secteurs non manufacturiers par rapport au secteur manufacturier.

Les estimations suggèrent que l'immigration n'a pas d'effet significatif sur l'offre de travail des natifs. Concernant les salaires, les effets sont clairement négatifs et sont proportionnellement plus importants pour le secteur de la construction. Quantitativement, une hausse de 10 % de la proportion d'immigrés non qualifiés sur le nombre initial d'ouvriers natifs diminue

le salaire annuel médian de 1,3 % pour le secteur manufacturier et non manufacturier et de 3,6 % dans la construction. Ces effets apparaissent néanmoins relativement modérés : sur les trente dernières années, la part d'immigrés non qualifiés a augmenté en France de cinq points de pourcentage. La hausse de l'immigration impliquerait donc une perte moyenne de salaire annuel médian comprise entre - 0,7 % et - 1,8 % et concentrée sur les travailleurs les plus en concurrence avec les immigrés non qualifiés.

Deux principaux mécanismes expliquent que ces effets négatifs sur les salaires soient relativement modérés. Premièrement, les marchés du travail sont partiellement segmentés et, ainsi, les immigrés et les natifs sont imparfaitement substituables sur le marché du travail. Deuxièmement, les natifs s'adaptent aux flux d'immigration en changeant de profession et en se dirigeant vers des professions de meilleure qualité où ils sont moins en concurrence directe avec les immigrés.

Lors de sa discussion, Denis Fougère a suggéré aux auteurs d'estimer le modèle en utilisant les informations sur l'entreprise qui sont disponibles dans les données. De plus, afin de pouvoir interpréter les résultats concernant la mobilité des natifs, il a suggéré d'apporter plus d'éléments pour mieux comprendre théoriquement ces mobilités.

5| Réformes du marché du travail et dynamiques du chômage

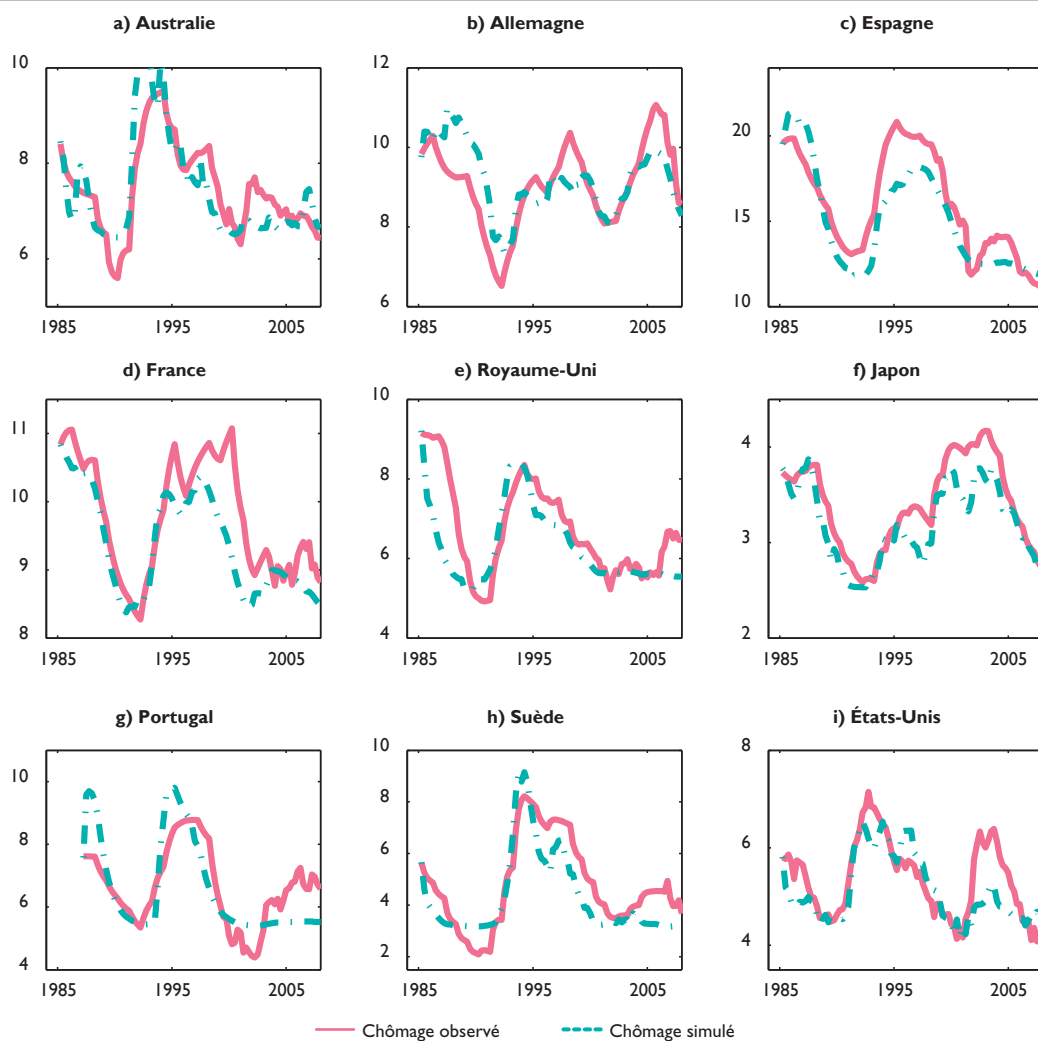
Fabrice Murtin est intervenu sur la relation entre les réformes du marché du travail et la dynamique du chômage. Les débats actuels, particulièrement en France, mettent en avant une corrélation entre protection de l'emploi et niveau élevé de chômage. On constate un manque de créations d'emplois simultanément à un nombre trop faible de destructions de postes. Des coûts du travail élevés et une protection de l'emploi trop importante expliquent une grande partie de ce constat. Les institutions européennes et internationales, dont l'OCDE, incitent à une réforme du marché du travail en permettant une plus grande flexibilité aux entreprises et une sécurité accrue des travailleurs à travers l'assurance chômage et la formation.

¹⁰ Ortega (J.) et Verdugo (G.) « The impact of immigration on the local labor markets outcomes of blue collar workers in France: Panel data evidence », mimeo.

Dans son travail avec Jean-Marc Robin¹¹, Fabrice Murtin quantifie la contribution des réformes du marché du travail à la dynamique du chômage, dans neuf pays de l'OCDE (Australie, France, Allemagne, Japon, Portugal, Espagne, Suède, Royaume-Uni et États-Unis). L'estimation de ces contributions est conduite à partir d'un modèle dynamique non stationnaire de recherche d'emploi et d'appariement, prenant en compte l'hétérogénéité des travailleurs et les interventions politiques sur le marché du travail. L'hétérogénéité des travailleurs conduit à un effet fortement non linéaire des chocs négatifs de productivité sur le chômage, et fournit un mécanisme d'amplification des chocs permettant de reproduire la volatilité observée dans

les données (cf. graphique 3). Les interventions politiques sur le marché du travail sont introduites en faisant varier des paramètres structurels du modèle comme l'efficacité des appariements entre travailleurs et entreprises, la destruction exogène des emplois et le coût d'un emploi vacant. Pour les neuf pays, le modèle montre un ajustement important de la dynamique du chômage à long terme. Le montant des ressources injectées dans les services de placement et d'emploi est le levier politique le plus important et efficace pour réduire le chômage. Toutes les autres politiques du marché du travail ont un impact significatif, mais moindre. Les auteurs constatent également que l'ampleur de l'effet est plus large pour

Graphiques 3 Évolution des taux de chômage observé et simulé



Source : Murtin (F.) et Robin (J.-M.) (2014), op. cit.

11 Murtin (F.) et Robin (J.-M.), 2014, « Labor market reforms and unemployment dynamics », *Institute for Fiscal Studies, UCL, Cemmap Working Paper 13/14*.

les pays à fort taux de chômage, et qu'il existe peu de complémentarité entre les différentes politiques.

Le modèle peut être complété par de nombreuses extensions. En effet, dans sa forme actuelle, il reste trop simple pour capturer de manière adéquate tous les aspects des institutions du marché du travail. Par exemple, un mécanisme de fonctionnement important du marché du travail, l'intensité de la recherche d'emploi, n'est pas explicitement modélisé ici (seulement par un changement exogène correspondant de l'efficacité). En outre, les allocations de chômage sont toujours payées pour une période de temps déterminée, introduisant ainsi la dépendance de l'État dans l'intensité de recherche. Des travaux futurs devraient donc compléter ce travail.

6 | Dynamiques du marché du travail

La dernière session de cette conférence a porté sur les dynamiques du marché du travail, étudiées à partir de modèles de cycles réels. Les trois modèles présentés ont cherché à mieux représenter l'économie réelle, en prenant en compte, respectivement, l'épargne de précaution des ménages, la volatilité importante des réactions du marché du travail face à un choc de productivité et enfin le prix du foncier dans la contrainte des entreprises.

Édouard Challe (CNRS, École polytechnique, CREST et Banque de France)¹², a montré la contribution des fluctuations de l'épargne de précaution des ménages à la propagation des chocs agrégés sur l'économie. Les auteurs mettent en place et estiment un modèle macroéconométrique de cycles réels avec frictions sur les prix nominaux, chômage et assurance incomplète des agents contre le risque de chômage. L'introduction de ces frictions permet au modèle de s'approcher de la réalité économique.

Le calibrage est réalisé sur données américaines. Une fois calibré, les auteurs utilisent ce modèle pour répondre aux questions suivantes : comment l'économie réagit-elle aux différents chocs possibles ? Le motif de précaution a-t-il un impact ? La réponse à ces questions donne une mesure de l'importance de l'épargne de précaution dans la propagation de ces

chocs. Deux variantes du modèle, dans lequel le motif de précaution est différent, sont également étudiées. Dans la première, les ménages sont parfaitement assurés et identiques. Dans la seconde variante, dite « de l'instant présent », les ménages sont aussi parfaitement assurés, mais deux types de ménages coexistent : l'un (l' impatient) faisant face à une limite d'endettement à chaque période, l'autre n'ayant pas de telle limite. La comparaison du modèle principal avec assurance incomplète à ces variantes révèle l'impact de l'épargne de précaution sur les réactions de l'économie à certains chocs structurels. Par exemple, suite à une mesure de politique monétaire (variation du taux d'intérêt nominal), qui s'interprète comme un choc accroissant temporairement la demande globale, le pic de consommation totale prévu par le modèle principal est environ 20 % plus important que le pic impliqué par le modèle « de l'instant présent » et environ 35 % pour le modèle avec agents représentatifs. Suite à ce choc, les effets de la demande globale sur la production dominent les effets de l'offre globale, provoquant une expansion de la production d'environ 10 % supérieure à celle du modèle à agent représentatif et 6 % pour le modèle « de l'instant présent ». L'analyse présentée par Édouard Challe montre donc que l'épargne de précaution, variant dans le temps, affecte de manière significative la propagation des chocs de demande (par rapport aux économies avec assurance complète), mais ne modifie pas de manière significative l'impact de chocs d'offre. Comme les chocs de demande représentent une fraction importante de la volatilité globale, cet article montre que la prise en compte de l'épargne de précaution est importante pour les cycles réels. Dans sa discussion, Clémence Berson (Banque de France) a souligné l'ambition du modèle et donc sa capacité à reproduire l'économie. Ses questions ont porté essentiellement sur ses hypothèses sous-jacentes. Pourquoi ne pas avoir considéré de mécanisme de solidarité au sein des ménages ayant un individu au chômage tandis que ce mécanisme existe pour les entrepreneurs ? Est-il possible de prendre en compte le risque lié à l'entrepreneuriat dans les revenus des entrepreneurs ? Et concernant la résolution du modèle, les ménages de salariés et d'entrepreneurs sont considérés comme symétriques. Est-il possible de résoudre le modèle en les considérant comme différents dans leurs habitudes et leurs réactions ? Enfin, le modèle est appliqué aux États-Unis. Il serait intéressant d'observer les résultats du modèle dans un cadre d'habitudes d'épargne différentes, comme c'est le cas en France.

¹² Challe (E.), Matheron (J.), Ragot (X.) et Rubio-Ramirez (J.F.), 2015, « Épargne de précaution et demande agrégée », Banque de France Documents de travail, n° 535.

Alessandra Pizzo (Université Paris 1 et Banque de France) a présenté un travail¹³ qui contribue à résoudre le paradoxe de Shimer. Dans un article de 2005¹⁴, Shimer constate que les modèles standards de cycles réels avec recherche d'emploi et appariement ne permettent pas d'obtenir l'amplification et la propagation d'un choc de productivité du travail qui sont pourtant observées dans les données et que Gali a mises en avant en 1999¹⁵. Alessandra Pizzo utilise un modèle de recherche d'emploi et d'appariement dans un cadre d'équilibre général avec peu de rigidités nominales. À partir de procédures de calibrage du modèle différentes de celles de Shimer (2005), il est possible de mieux rendre compte de la volatilité des variables du marché du travail dans les modèles de cycles réels. Elle montre également qu'il est possible de répliquer la volatilité et les corrélations des variables du marché du travail suite à un choc de productivité, en utilisant une réaction de l'emploi « à la Gali ». En effet, Gali suppose que les individus embauchés sont immédiatement productifs. Cela permet à l'emploi de réagir immédiatement après un choc sur l'économie, conformément à ce qui se produit empiriquement. Les deux énigmes de Shimer concernant les réactions des variables du marché du travail à un choc de productivité sont alors résolues. Lors de la discussion, Clémence Berson a mis en avant l'intérêt à améliorer les modèles existants pour leur permettre de mieux correspondre aux données. Il serait intéressant d'étudier cette « énigme » dans des économies différentes afin de savoir dans quelle mesure il s'agit d'une caractéristique américaine.

Enfin, Simon Ray (Banque de France et AMSE)¹⁶ a étudié la prise en compte du prix du foncier dans un modèle de cycle réels où les entreprises sont sujettes à la fois à des frictions sur le marché du crédit et celui du travail. La valeur du foncier est positivement corrélée aux embauches et aux flux d'investissement dans leur bilan. La valeur du collatéral nécessaire à la garantie du prêt est entraînée par la dynamique prospective du prix du foncier, qui réagit de façon endogène à des chocs fondamentaux et non fondamentaux.

Le modèle est calibré sur l'économie française. La réponse dynamique aux chocs sur le prix du foncier est alors conforme aux données et les réponses des

postes vacants, du chômage et de l'investissement sont fortement amplifiées par rapport aux modèles standards. Les réponses diffèrent notamment du modèle standard parce que le choc des prix des terrains relâche sensiblement la contrainte de crédit, et a ainsi un impact sur le taux d'actualisation des entreprises¹⁷. La dynamique du facteur d'actualisation des entreprises joue également un rôle clé dans la réponse des embauches, ce qui constitue un mécanisme d'amplification nouveau par rapport à la littérature en vigueur, transitant par la réaction des entreprises contraintes à un relâchement des contraintes de crédit. Ainsi, celles-ci augmentent leur profit actuel au détriment de leurs revenus futurs, ce qui augmente le facteur d'actualisation et incite les entreprises à accroître rapidement leur investissement et les embauches. Outre ce canal, le facteur clé menant aux résultats de propagation est que l'équilibre est localement indéterminé, ce qui signifie que le prix du foncier ne repose pas seulement sur les variables de base mais réagit aussi aux croyances auto-réalisatrices, ou tâches solaires. L'intuition derrière ce résultat est une « externalité pécuniaire » dans la contrainte de garantie : si les entreprises espèrent une augmentation du prix du foncier à l'avenir, elles s'attendent à un relâchement des contraintes de crédit. Ce qui implique pour elles d'emprunter et d'investir davantage, et donc, en retour, une surenchère sur le prix du foncier. Par conséquent, l'anticipation initiale est réalisée. En l'absence de chocs « tâches solaires », le prix du foncier réagit aux chocs fondamentaux d'une manière lente. Cet ajustement lent provient d'une accumulation progressive de la capacité de garantie et donc à une réponse en U inversé de l'investissement et des postes vacants à un choc des prix des terres. En revanche, les chocs de « tâches solaires » purs ou des chocs de la contrainte de garantie génèrent des dynamiques qui sont en contradiction avec les données. La discussion a porté sur les hypothèses sous-tendant le modèle. Clémence Berson a souligné l'impossibilité pour les travailleurs, dans le modèle, d'emprunter et de devenir propriétaire. Il pourrait être intéressant de relâcher cette hypothèse. D'autre part, la fixation des salaires est indépendante des choix de facteurs fait par les entreprises. Dans un contexte où le prix du foncier tient un rôle majeur, il serait instructif de connaître son impact sur les prix d'autres facteurs.

13 Pizzo (A.), 2014, « The Shimer's puzzle in a new Keynesian framework », Banque de France Working Paper n° 507.

14 Shimer (R.), 2005, « The cyclical behaviour of equilibrium unemployment and vacancies », *American Economic Review* vol. 95 (1) p. 25-49.

15 Gali (J.), 1999, « Technology, employment, and the business cycle: Do technology shocks explain aggregate fluctuations? », *American Economic Review* vol. 89 (1) p. 249-271.

16 Kaas (L.), Pintus (P.) et Ray (S.) « Land collateral and labor market dynamics in France », *European Economic Review*, à paraître.

17 Le taux d'actualisation d'une entreprise est issu du programme de maximisation de l'utilité de son propriétaire.

L'évolution de la monnaie et du crédit en 2014

Jacques MORENAS et Yann WICKY

Direction des Statistiques monétaires et financières

Service des Statistiques européennes

Le rythme de croissance de l'agrégat large M3 de la zone euro s'accélère en 2014. Sa composante française se redresse significativement en 2014, après un repli en 2013.

Dans un contexte de taux d'intérêt particulièrement bas qui réduit le coût d'opportunité de leur détention, les dépôts à vue bénéficient de la forte préférence pour la liquidité des agents non financiers notamment des ménages.

Certaines composantes de M3 s'érodent néanmoins, des arbitrages de portefeuilles s'effectuant au détriment des placements bancaires à court terme et en faveur d'actifs plus rémunérateurs, en particulier les plans d'épargne-logement (PEL) et l'assurance-vie.

Principale contrepartie de l'agrégat monétaire M3, l'encours des crédits aux sociétés non financières reste dynamique en France tandis qu'il se contracte dans la zone euro. En outre, les crédits aux ménages restent orientés à la hausse en France alors qu'ils stagnent dans la zone euro.

Mots clés : monnaie, crédits à l'habitat, crédits aux entreprises

Codes JEL : D14, D21, E51

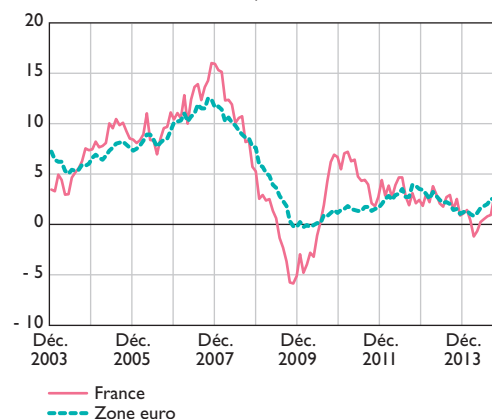
I | Reprise graduelle de la croissance de l'agrégat M3

Après avoir décéléré tout au long de l'année 2013, pour atteindre un point bas depuis presque quatre ans en avril 2014 (+ 0,8 % en rythme annuel), le taux de croissance de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro s'est redressé graduellement ressortant à + 3,8 % en 2014 (cf. tableau et graphique 1). La contribution française à l'agrégat affiche une reprise tout aussi dynamique, son taux de croissance annuel passant de + 0,8 % en 2013 à + 3,6 % en 2014, avec un point bas à - 1,2 % atteint en avril 2014.

L'accélération de l'agrégat large M3 de la zone euro est principalement imputable au dynamisme de sa composante M1 (+ 7,9 % en 2014, après + 5,8 % en 2013) ainsi qu'à un renforcement significatif des instruments négociables inclus dans la composante M3 - M2 (+ 5,5 % en 2014, après - 16,4 % en 2013). En particulier, l'encours de titres d'organismes de placement collectif (OPC) monétaires

Graphique 1 M3 : agrégat zone euro et composante française

(taux de croissance annuel, en %)



Sources : Banque de France et Banque centrale européenne.

qui affichait encore une forte contraction en 2013 (- 10,5 %), apparaît l'année suivante en progression de + 1,6 %. En revanche, la composante M2 - M1 est en repli pour la deuxième année consécutive, la moindre contraction des dépôts à terme inférieurs

Évolution des agrégats monétaires zone euro et France 2012-2013-2014

(encours en milliards d'euros, taux de croissance en %)

	Zone euro ^{a)}				France ^{c)}			
	Encours 2014	Taux de croissance annuel ^{b)}			Encours 2014	Taux de croissance annuel ^{b)}		
		2012	2013	2014		2012	2013	2014
Agrégats monétaires (en données cvs) ou								
Principaux actifs monétaires ^{c)}								
Billets et pièces en circulation	967	2,5	5,3	6,4				
+ Dépôts à vue	4 949	7,0	5,9	8,2	656	2,8	3,4	8,6
= M1	5 916	6,2	5,8	7,9	656	2,8	3,4	8,6
+ Autres dépôts monétaires	3 732	2,1	- 1,8	- 2,4	775	7,1	1,5	- 0,5
Dont : dépôts à préavis ≤ 3 mois	2 130	5,9	2,0	0,2	616	9,4	2,2	- 1,5
dépôts à terme ≤ 2 ans	1 602	- 1,9	- 6,2	- 5,7	159	- 1,1	- 1,1	3,6
= M2	9 648	4,4	2,5	3,6	1 431	5,2	2,3	3,5
+ Instruments négociables	683	- 7,6	- 16,4	5,5	344	- 5,6	- 14,7	- 0,3
Dont : titres d'OPCVM monétaires	430	- 4,4	- 10,5	1,6	245	- 0,0	- 13,2	- 5,9
pensions	122	- 11,2	- 9,3	0,6	29	- 17,2	- 0,7	- 4,6
titres de créance ≤ 2 ans	130	- 13,1	- 38,1	37,5	69	- 16,8	- 24,3	30,0
= M3	10 330	3,3	1,0	3,8	1 774	2,4	- 1,7	2,8
+ Engagements monétaires bruts vis-à-vis du reste de la zone euro					184	17,5	18,6	8,7
- Avoirs monétaires bruts vis-à-vis du reste de la zone euro					44	36,5	- 23,1	- 10,0
Contribution française à M3 ^{d)}					1 914	2,4	0,8	3,6

a) Opérations des institutions financières et monétaires (IFM) de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro.

b) Évolutions corrigées de l'incidence des reclassements et des effets de valorisation.

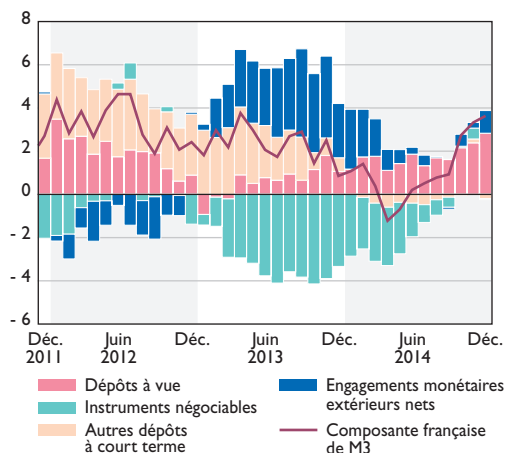
c) Opérations des IFM résidentes avec les autres résidents français.

d) Engagements à moins de deux ans des IFM résidant en France, hors pièces et billets en circulation, vis-à-vis du secteur détenteur de monnaie de la zone euro (résidents de la zone euro, hors IFM, administrations centrales et CCP), ainsi que, par assimilation, les dépôts de ce secteur auprès des administrations centrales.

Sources : Banque de France et Banque centrale européenne.

Graphique 2 Contributions au taux de croissance de la composante française de M3

(contributions à l'évolution de M3, en %)



Source : Banque de France.

à deux ans (- 5,7 % en 2014, après - 6,2 % en 2013) ne compensant pas l'essoufflement des dépôts à préavis inférieurs à trois mois, dont les encours sont inchangés entre fin 2013 et fin 2014.

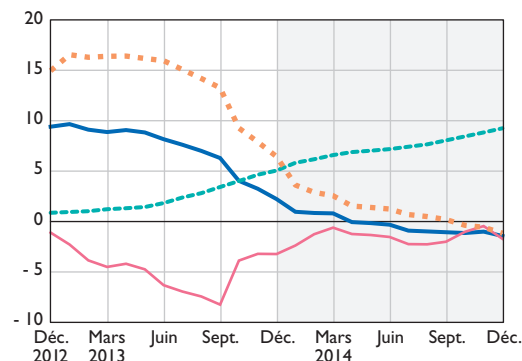
Le renforcement du taux de croissance de la contribution française à M3 (cf. graphique 2) reflète principalement l'accélération des encours de dépôts à vue (+ 8,6 % en 2014, après + 3,4 % en 2013). Le dynamisme de la progression des dépôts à terme d'échéances inférieures à deux ans (+ 3,6 % fin 2014, - 1,1 % fin 2013) ne contrebalance que partiellement la contraction des encours de comptes sur livrets (- 1,5 % en décembre 2014, après + 2,2 % en décembre 2013) inclus dans la composante française de M2 - M1. Dans un contexte de taux d'intérêt bas, la baisse du coût d'opportunité de détention des actifs les plus liquides incite les agents non financiers (ménages et sociétés non financières) à détenir davantage de dépôts à vue.

Les ménages réalisent des arbitrages au bénéfice d'actifs plus rémunérateurs. Le taux de croissance annuel des encours de PEL, non inclus dans la masse monétaire, atteint ainsi + 9,2 % en 2014 (cf. graphique 3).

Par ailleurs, le moindre repli des instruments négociables inclus dans M3 - M2, en particulier les titres d'OPC monétaires (- 5,9 % en 2014, après - 13,2 %

Graphique 3 Encours des livrets et des PEL en France

(glissements annuels, en %)



Source : Banque de France.

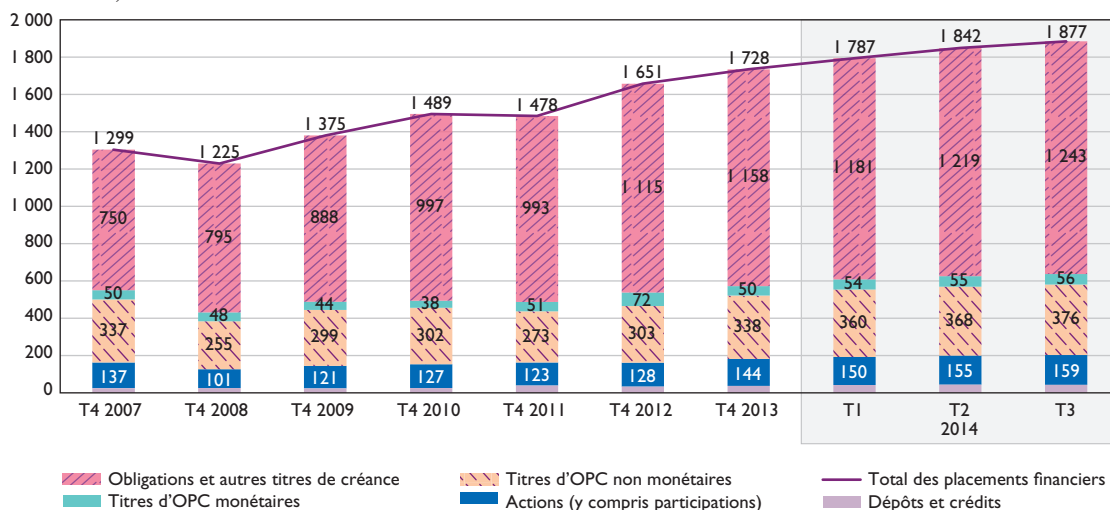
en 2013), explique en grande partie le redressement observé au niveau de l'agrégat européen. En effet, avec 245 milliards d'euros, les agents non financiers français détiennent près des deux tiers de l'encours de titres d'OPC monétaires en circulation dans la zone euro (cf. tableau 1 *supra*).

Face à un afflux important de liquidités, les assureurs-vie français renforcent leur détention de titres d'OPC monétaires (+ 6 milliards en 2014, après - 22 milliards en 2013, cf. graphique 4 *infra*) compensant ainsi en partie la forte décollecte de la part des autres secteurs. Dans son ensemble le taux de croissance annuel de la composante française de l'agrégat M3 - M2 affiche un modeste repli en 2014 (- 0,3 % en 2014, après - 14,7 % en 2013).

Après prise en compte des opérations réalisées par les IFM françaises avec les secteurs détenteurs de monnaie du reste de la zone euro, la progression annuelle de la contribution française à M3 atteint + 3,6 % en 2014, après une modeste progression de + 0,8 % en 2013 (cf. graphique 2). L'ensemble des ressources monétaires et non monétaires (engagements dont l'échéance initiale est supérieure à deux ans, donc non inclus dans M3) des IFM françaises continuent de croître en 2014 créant ainsi des conditions favorables à l'expansion du crédit en France.

Graphique 4 Encours des placements financiers des sociétés d'assurance-vie et mixtes

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

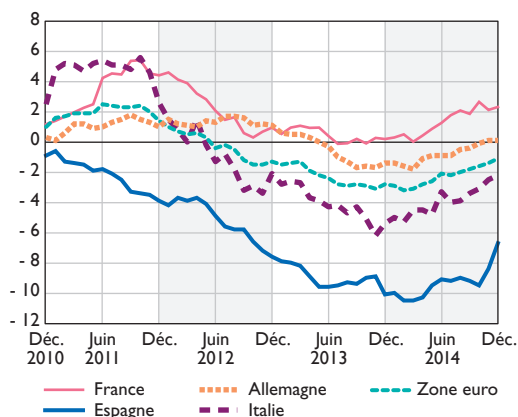
2| Accélération du crédit aux sociétés non financières en France et moindre contraction dans la zone euro

Parmi les grandes économies de la zone euro, la France est la seule à échapper à la contraction des crédits aux sociétés non financières. Ainsi, la distribution du crédit en Allemagne demeure atone en 2014,

tandis qu'elle affiche un repli en Italie. En Espagne, où un phénomène de désendettement important est engagé depuis la mi-2010, la contraction du crédit se poursuit à un rythme élevé. Néanmoins, dans ces grandes économies, tout comme dans l'ensemble de la zone euro, il apparaît à la fin de 2014 une amélioration par rapport à un an auparavant. Ainsi, la contraction du crédit est moindre entre 2013 et 2014 en Espagne (- 6,7 % en 2014, après - 10,1 % en 2013) ainsi qu'en Italie (- 2,2 %, après - 5,4 %) et en Allemagne (0,1 %, après - 1,4 %) (cf. graphique 5).

Graphique 5 Crédits aux SNF dans la zone euro y compris encours titrisés

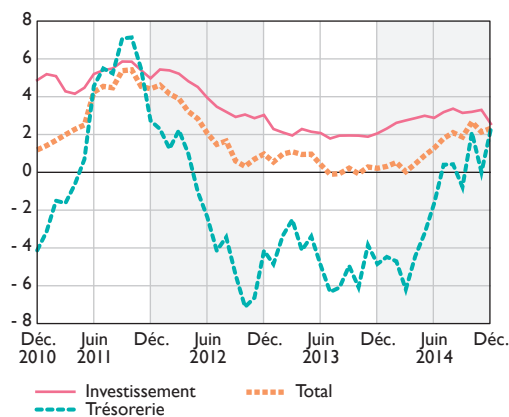
(taux de croissance annuel, en %, données cvs, sauf pour la France)



Sources : Banque de France et Banque centrale européenne.

Graphique 6 Crédits aux SNF en France y compris encours titrisés

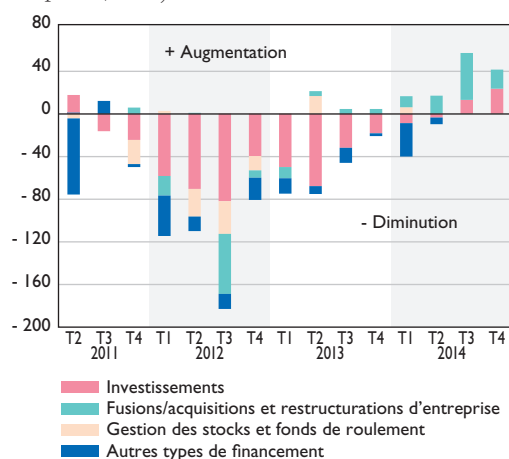
(taux de croissance annuel, en %)



Source : Banque de France.

Graphique 7 Demande de crédits aux SNF perçue par les banques françaises

(solde d'opinion, en %)



Source : Banque de France.

En France, le financement bancaire des sociétés non financières (SNF) progresse de 2,3 % en 2014, après + 0,2 % en 2013 (cf. graphique 6). Cette accélération est tirée par une hausse des crédits à l'investissement (+ 2,6 % en 2014, après + 2,0 % en 2013) ainsi que par un vif rebond des crédits de trésorerie (+ 2,3 % en 2014, après - 4,9 % en 2013).

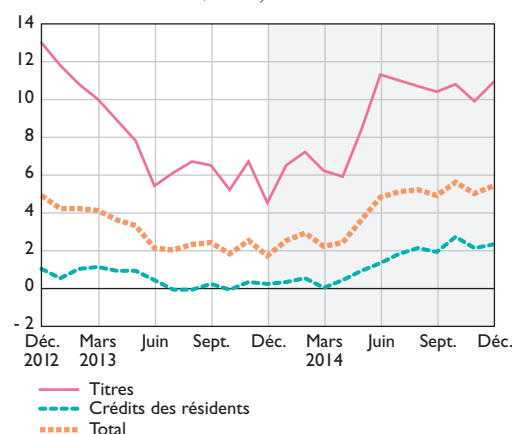
La hausse des reprises et des restructurations d'entreprises ainsi que celle des besoins de financement d'investissements figurent parmi les déterminants quasi exclusifs de la demande de crédits des sociétés non financières perçue par les banques en 2014 (cf. graphique 7).

Les grandes entreprises et parfois celles de taille intermédiaire qui peuvent accéder aux marchés de capitaux privilégient à nouveau en 2014 le financement par émissions de titres. Après être tombé à 4,5 % en 2013, le taux de croissance annuel des émissions de titres des SNF atteint 10,9 % en 2014. L'endettement total, c'est-à-dire le cumul des financements bancaires et de marché des sociétés non financières progresse de 5,4 % en 2014, après + 1,7 % en 2013 (cf. graphique 8).

Les conditions du financement bancaire pour les SNF s'améliorent aussi bien en France, où le taux d'intérêt moyen des crédits nouveaux atteint 1,95 % en 2014, après 2,33 % en 2013, que dans la zone euro (2,15 %, après 2,70 %), dans le sillage des nouvelles

Graphique 8 Endettement des SNF en France, par instrument

(taux de croissance annuel, en %)

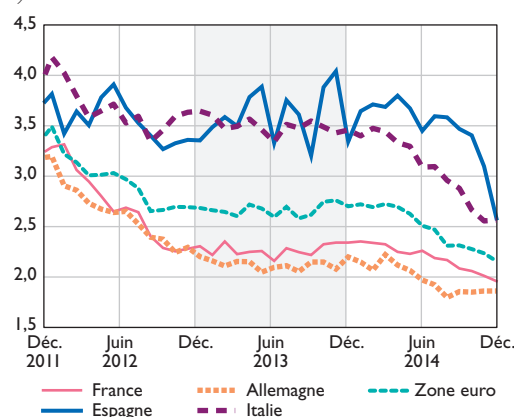


Source : Banque de France.

mesures de politique monétaire de la Banque centrale européenne intervenues en cours d'année (baisses de taux d'intérêt et opérations ciblées de refinancement à long terme, cf. encadré *infra*). Les sociétés non financières en Italie voient ainsi leurs conditions débitrices s'améliorer assez nettement (2,56 % en 2014, après 3,45 % en 2013), comme en Espagne (2,57 %, après 3,34 %). Même si elles sont en baisse, leurs primes de risques restent donc en moyenne supérieures à celles appliquées aux sociétés françaises (cf. graphique 9).

Graphique 9 Taux d'intérêt moyens des crédits nouveaux aux SNF dans la zone euro

(en %)



Sources : Banque de France et Banque centrale européenne.

ENCADRÉ

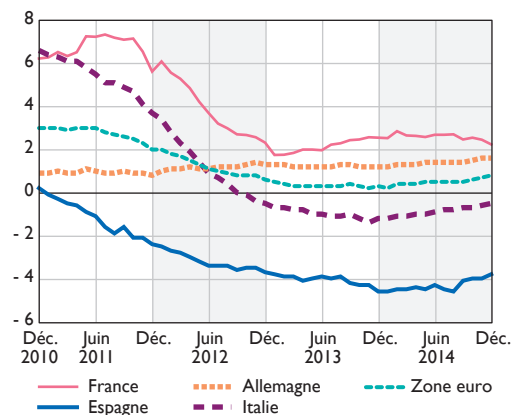
Le soutien à l'économie à travers le programme d'opérations de refinancement à plus long terme ciblés

Afin de soutenir l'activité de prêts en faveur de l'économie réelle, la Banque centrale européenne (BCE) a décidé la mise en place le 5 juin 2014 de mesures destinées à améliorer la transmission de la politique monétaire (TLTRO)¹. Pendant deux ans, les établissements participants pourront se présenter chaque trimestre, individuellement ou sous forme de groupes, parfois transfrontières, pour recevoir des financements remboursables en septembre 2018 calculés à partir de leurs encours au 30 avril 2014 (allocation initiale) de prêts au secteur privé non financier (ménages, sociétés non financières, à l'exception des crédits à l'habitat des ménages) et des montants nets distribués au-delà de cette date (allocations additionnelles). Ce dispositif vise à encourager la distribution de prêts de cette nature.

¹ TLTRO : Targeted long term refinancing operations.

Graphique 10 Crédits aux ménages dans la zone euro

(taux de croissance annuel, en %)



Sources : Banque de France et Banque centrale européenne.

3 | L'activité du crédit aux ménages se conforte en France et reste atone dans la zone euro

Malgré une légère accélération entre 2013 et 2014, la progression du crédit aux ménages dans l'ensemble de la zone euro reste modeste (+ 0,8 % en 2014, après + 0,3 % en 2013) laissant apparaître deux pôles parmi les grandes économies. Le premier composé de la France et de l'Allemagne contribue positivement à l'évolution européenne, avec des rythmes de progression de respectivement 2,2 % et 1,6 %, tandis que l'Italie et l'Espagne connaissent encore des taux de croissance négatifs. Toutefois le rythme de contraction des crédits dans ces deux derniers pays ralentit légèrement, passant de - 1,2 % en 2013 à - 0,5 % en 2014 pour l'Italie et de - 4,6 % à - 3,8 % pour l'Espagne (cf. graphique 10).

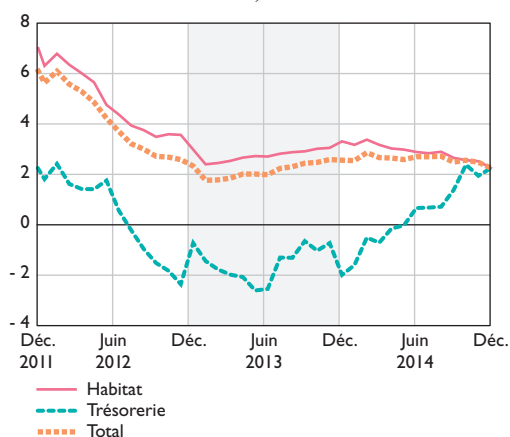
Le taux de croissance annuel des crédits à l'habitat en zone euro est très légèrement négatif en 2014 (- 0,1 %, après + 0,7 % en 2013). Parmi les principaux pays, l'Allemagne fait preuve d'un certain dynamisme (+ 2,4 % en 2014, après + 2,0 % en 2013), tandis que la contraction se poursuit en Espagne (- 3,7 % en 2014, après - 4,1 % en 2013).

Après avoir progressé de 3,3 % en 2013, la croissance des crédits à l'habitat en France s'essouffle quelque peu en 2014 (+ 2,2 % en rythme annuel) en dépit de taux d'intérêt moyens plus faibles (cf. graphique 11). De plus, le taux de croissance du crédit à l'habitat en France évolue en dessous de sa moyenne des vingt dernières années (7,0 %).

La faible progression du revenu disponible des ménages, la baisse des prix de l'immobilier ancien et le contexte de réductions successives des incitations fiscales aux investissements immobiliers pèsent sur la demande de crédits immobiliers.

Graphique 11 Crédits aux ménages y compris encours titrisés en France

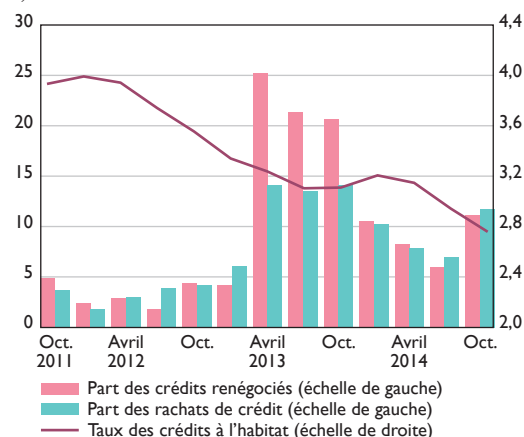
(taux de croissance annuel, en %)



Sources : Banque de France et Banque centrale européenne.

Graphique 12 Part des rachats et renégociations de prêts dans la production de crédits à l'habitat en France

(en %)



Source : Banque de France.

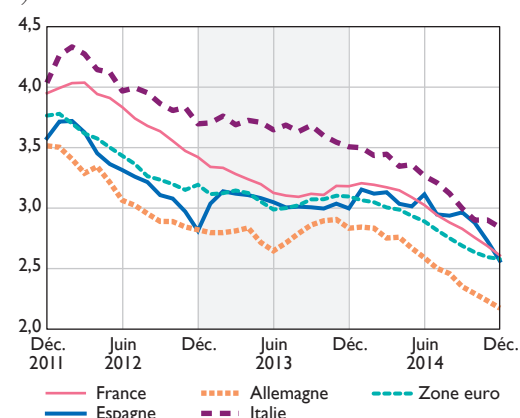
Parallèlement, après avoir atteint un pic à 40 % de l'ensemble de la production de nouveaux crédits début 2013, la part des rachats et renégociations dans la production de crédits à l'habitat diminue en France. Ainsi, alors qu'en octobre 2013, 20,8 % des crédits nouveaux correspondaient à des renégociations, cette proportion s'est réduite à 11,2 % en octobre 2014. De manière similaire, la proportion de rachat de crédits dans les crédits nouveaux passe de 14,2 % en octobre 2013 à 11,8 % en octobre 2014 (cf. graphique 12).

En France, les taux d'intérêt moyens des crédits nouveaux à l'habitat atteignent des seuils historiquement bas en 2014 (2,60 %) mais restent légèrement supérieurs à ceux observés en moyenne dans la zone euro (2,57 % en 2014) ou en Allemagne (2,17 %) par exemple (cf. graphique 13). Cet écart peut être en partie imputé à la propension des emprunteurs français à préférer les crédits à taux fixe, généralement plus onéreux, lors de l'octroi du financement que les crédits à taux variable, cette tendance s'accroissant dans la période récente (la part des nouveaux crédits accordés à taux variable est passée de 6,7 % en 2013 à 5,1 % en 2014).

De manière analogue, en Espagne et en Italie, les emprunteurs préfèrent se tourner désormais vers des taux fixes. En Espagne, en 2014, 62 % des crédits nouveaux sont à taux fixe (après 69 % en 2013) tandis qu'en Italie, 73 % des emprunteurs préfèrent en 2014 des taux variables (après 77 % en 2013).

Graphique 13 Taux d'intérêt des crédits nouveaux à l'habitat dans la zone euro

(en %)



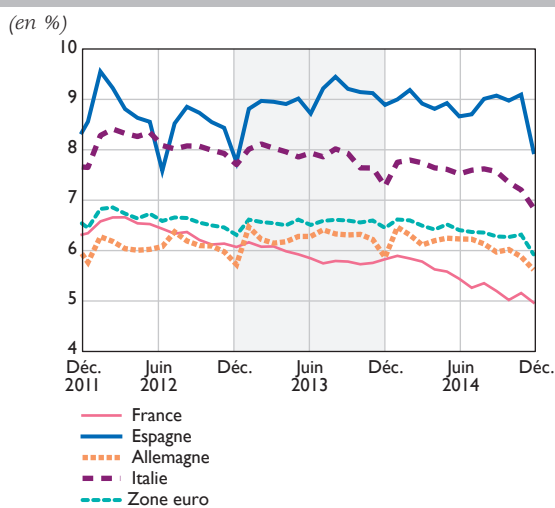
Sources : Banque de France et Banque centrale européenne.

3|2 Les crédits à la consommation rebondissent

En France, les encours des crédits à la consommation rebondissent après deux années de baisses successives (+ 2,2 % en rythme annuel en 2014, - 2,0 % en 2013 et - 0,8 % en 2012) dans un contexte de taux d'intérêt bas. Le poids des prêts personnels dans les crédits à la consommation s'accroît (49,9 % en 2014, après 48,4 % en 2013), sous l'influence de la loi de modernisation de l'économie, dite loi Lagarde.

Les taux d'intérêt des crédits nouveaux à la consommation sont orientés à la baisse aussi bien en France (4,97 % en 2014, après 5,83 % en 2013) que dans l'ensemble de la zone euro (5,93 %, après 6,46 %), avec néanmoins de grandes disparités. Ainsi les taux des crédits à la consommation en France sont presque deux fois moins élevés qu'en Espagne (7,96 % en 2014, après 8,90 % en 2013, cf. graphique 14).

Graphique 14 Taux d'intérêt des crédits nouveaux à la consommation dans la zone euro



Sources : Banque de France et Banque centrale européenne.

Glossaire

Accord de pensions

Convention par laquelle une valeur est cédée à un prix donné tandis que le débiteur obtient simultanément le droit et l'obligation de la racheter à un prix déterminé et à un terme fixé à l'avance ².

Administrations publiques (APU)

Ensemble des producteurs non marchands d'un pays, regroupant les administrations publiques centrales, les administrations publiques locales et les administrations de sécurité sociale. Elles tirent la majeure partie de leurs ressources de contributions obligatoires. Du point de vue de l'analyse monétaire, les administrations publiques centrales sont considérées comme un secteur neutre, alors que les administrations publiques locales et les administrations de sécurité sociale font partie des secteurs détenteurs de monnaie.

Agrégats monétaires

M1 : pièces et billets en circulation et dépôts à vue.

M2 : M1 + dépôts avec un préavis inférieur ou égal à trois mois + dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans.

M3 : M2 + pensions + titres d'OPC monétaires + titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par des IFM.

Seules les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro qui ne sont ni des IFM ni des institutions relevant de l'administration centrale sont incluses dans les agrégats M1, M2 et M3. Sont qualifiés de monétaires tous les actifs entrant dans la composition de l'agrégat M3.

Autres intermédiaires financiers

Ensemble des institutions financières qui ne sont pas classées dans les institutions financières monétaires (IFM, voir plus bas), à l'exception des sociétés d'assurance. Il s'agit principalement des OPC non monétaires et des entreprises d'investissement.

Dépôts à terme

Dépôts qui ne peuvent être convertis en espèces avant un terme fixe convenu ou dont la conversion en espèces avant ce terme implique une réfaction totale ou partielle de la rémunération convenue.

Dépôts avec un préavis inférieur ou égal à trois mois

Dépôts d'épargne liquide qui présentent une liquidité moins immédiate que les dépôts à vue. Il s'agit en France des livrets A et bleus, des livrets de développement durable, des comptes d'épargne-logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets ordinaires soumis à l'impôt.

Institutions financières monétaires (IFM)

Ensemble comprenant pour l'essentiel les banques centrales, les établissements de crédit, les sociétés de financement et les OPC monétaires.

Ménages

Secteur institutionnel constitué des particuliers, des entrepreneurs individuels auquel on agrège ici les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM).

² Cf. BCE (février 2004) « Documentation générale sur les instruments et procédure de politique monétaire de l'Eurosystème » – Glossaire (page 83).

Organismes de placements collectifs (OPC)

Fonds d'investissement qui prennent la forme soit de sociétés d'investissement à capital variable dites « SICAV », soit de fonds communs de placement (FCP). Les OPC ont pour objet la gestion d'un portefeuille d'instruments de valeurs mobilières (actions, obligations...). On distingue les OPC monétaires, compris dans les IFM, des OPC non monétaires, inclus dans les autres institutions financières.

Résidents

Personnes physiques ou personnes morales établies dans le territoire considéré (France ou zone euro).

Secteur institutionnel

Ensemble d'unités institutionnelles ayant des comportements économiques similaires caractérisées par leur fonction principale et la nature de leur activité.

Secteur détenteur de monnaie

Autres intermédiaires financiers, sociétés d'assurance et fonds de pension ainsi qu'agents non financiers, c'est-à-dire administrations publiques locales et de sécurité sociale, sociétés non financières et ménages.

Secteur émetteur de monnaie

En France, les constituants de ce secteur sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les sociétés de financement, et les OPC monétaires. Les établissements de paiement ne font pas partie de ce secteur.

Secteur neutre

Administration centrale. Les administrations centrales sont considérées comme n'étant ni detentrices ni émettrices de monnaie. Toutefois, la partie la plus liquide de leur passif sous forme de dépôts est incluse dans les agrégats de monnaie.

Sociétés non financières (SNF)

Unités dotées de la personnalité juridique qui sont des producteurs marchands dont l'activité principale consiste à produire des biens et services non financiers. Les sociétés non financières peuvent être à capitaux privés ou publics.

Titres de créance

Ensemble de titres constitué des obligations – titres représentatifs d'un droit de créance durable, à plus de trois ans – et des instruments du marché monétaire – titres représentatifs d'un droit de créance pour une durée déterminée et négociables sur un marché réglementé ou de gré à gré. Les titres de créance à court terme sont composés des bons du Trésor, des billets de trésorerie, des certificats de dépôt et des autres titres de créance à court terme négociables. Les titres de créance à long terme comprennent les obligations et valeurs assimilés et les billets à moyen-terme négociables (et leurs équivalents étrangers).

La progression modérée de la durée d'utilisation des équipements se poursuit en 2014

Résultats de l'enquête menée par la Banque de France

Valérie CHOUARD, Agnès MINIER, Sylvie TARRIEU, Laurent BAUDRY et Arnaud SOUAL

Direction des Études microéconomiques et structurelles

Service des Analyses microéconomiques

En 2014, la durée d'utilisation des équipements productifs (DUE) dans l'industrie manufacturière, mesurée par l'enquête de la Banque de France, poursuit sa progression amorcée après la crise financière de 2009. La hausse de la DUE serait ainsi de 1,7 % en 2014 (1,4 % en 2013), après la chute historique de - 6,8 % en 2009.

Les autres résultats de l'enquête montrent que, pour certaines entreprises, cette hausse de la DUE s'est en partie effectuée avec des modifications des modes d'organisation du travail. Les PMI ont ainsi eu davantage recours au travail en équipes (travail posté) et, dans une moindre mesure, ont étendu la durée moyenne du travail, en particulier dans le secteur de fabrication de matériel de transport et dans le secteur de l'industrie agricole et alimentaire.

Dans un contexte conjoncturel toujours incertain après cinq ans de crise, la légère progression de la DUE en 2014 révèle les contraintes d'adaptation des entreprises pour poursuivre leur développement sans avoir à faire face à des coûts supplémentaires. Ainsi, les entreprises déclarant en 2014 ne pas pouvoir adapter la DUE à une intensification de la demande sont aussi nombreuses qu'en 2013, le premier des obstacles invoqués est à nouveau le manque de main-d'œuvre qualifiée. Cependant, pour 2015, les chefs d'entreprise anticipent de nouveau un rebond de 2,2 % de la DUE.

Enfin, les tensions sur l'appareil de production restent contenues en 2014. Les taux d'utilisation des capacités productives ont remonté sans atteindre toutefois leur niveau d'avant-crise.

Mots clés : capacité, demande de travail, industrie, production, productivité du capital, salaires

Codes JEL : D21, D24, J21, J23

NB : Les auteurs tiennent à remercier Béatrice Rouvreau pour son aide précieuse sur l'historique de l'enquête DUE.

I | La progression de la durée d'utilisation des équipements se poursuit en 2014

L'intérêt de l'enquête de la Banque de France sur la durée d'utilisation des équipements (DUE) est d'apporter des éléments d'analyse sur un des leviers d'action auquel les entreprises peuvent faire appel pour s'adapter rapidement à l'évolution de la demande sans pour autant réaliser de nouveaux investissements ¹ (cf. encadré 2).

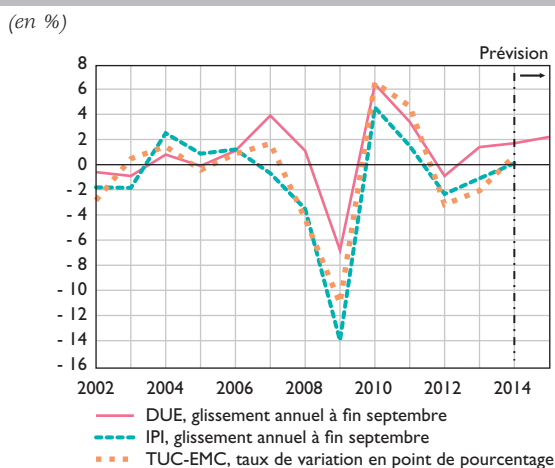
Les résultats de cette enquête montrent que la durée d'utilisation des équipements des entreprises interrogées dans l'industrie manufacturière poursuit sa progression en 2014, mais à un rythme modéré. Dans un climat conjoncturel d'incertitude lié à une activité économique faible, l'allongement de la DUE dans l'industrie manufacturière est de 1,7 % en 2014, après 1,4 % en 2013, inférieure à la forte hausse de 4 % avant la crise.

I | Hausse modérée de la DUE dans un contexte de faible croissance de l'activité industrielle

L'évolution de la DUE, mesurée par la Banque de France en septembre de chaque année (cf. encadré 1), est fonction de l'activité industrielle. En 2014, la production manufacturière s'est légèrement améliorée de + 0,1 %, après avoir enregistré des reculs de -1,1 % en 2013 et -14 % en 2009 (cf. tableau 1). Cette amélioration de l'activité productive s'est accompagnée d'une nouvelle hausse de la DUE en 2014, légèrement plus marquée qu'en 2013 : + 1,7 % en 2014, après + 1,4 % en 2013 et après une baisse de 6,8 % en 2009. Cette évolution est en phase avec celle du taux d'utilisation des capacités de production (cf. graphique 1). L'allongement de la DUE s'explique par un pourcentage de hausse de la DUE supérieur au pourcentage de baisse (cf. graphique 2).

Comme en 2013, l'allongement de la DUE est le plus élevé dans le secteur des industries agricoles et alimentaires (+ 3,9 %), suivi par le secteur des équipements électriques, électroniques, informatiques

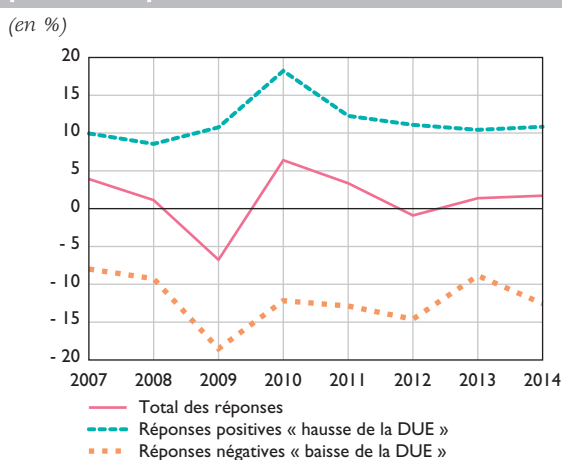
Graphique 1 Évolution de la DUE, de l'indice de la production industrielle (IPI) et du taux d'utilisation des capacités (TUC) dans l'industrie manufacturière



Sources : Insee (indice de la production industrielle) et Banque de France – DESS (TUC, Enquête mensuelle de conjoncture) et DEMS (Enquête sur la DUE).

et autres machines (+ 2,5 %). En revanche, à la différence de 2013, le secteur matériel de transport enregistre une baisse de la DUE (- 0,6 %). Par taille d'entreprise, les PMI – ayant au plus 500 salariés – ont enregistré une hausse de la DUE en 2014 plus marquée (+ 2,3 %) que les grandes entreprises (+ 1,0 %).

Graphique 2 Évolution de la DUE : décomposition entre hausses et baisses, pondérées par les effectifs salariés



Source : Banque de France – DEMS (Enquête sur la DUE).

¹ L'enquête DUE est la seule enquête en France à cibler la durée d'utilisation des équipements. La DUE correspond au nombre moyen d'heures durant lesquelles les équipements sont utilisés pendant la semaine de référence. Les entreprises interrogées répondent à la question « quelle est la variation de durée d'utilisation de vos équipements productifs entre la semaine de référence de 2014 et celle de 2013 ? ».

Tableau 1 Évolution de la production industrielle et de la DUE par taille et secteur

(glissement annuel à fin septembre en %)

	Production industrielle manufacturière				Durée d'utilisation des équipements (DUE)				
	2007	2009	2013	2014	2007	2009	2013	2014	Prévision 2015
Industrie manufacturière	- 0,7	- 14,0	- 1,1	0,1	3,9	- 6,8	1,4	1,7	2,2
PMI (20 à 499 salariés)					4,1	- 5,4	0,4	2,3	2,3
GE (500 salariés et plus)					3,7	- 8,4	2,6	1,0	2,2
Industries agricoles et alimentaires (C1)	0,2	- 1,7	- 2,0	- 0,1	3,3	2,2	3,3	3,9	3,4
Équipements électriques, électroniques, informatiques et autres machines (C3)	3,0	- 25,8	- 0,9	- 2,1	4,3	- 7,3	1,9	2,5	2,9
Matériel de transport (C4)	- 5,1	- 6,8	7,1	0,6	7,0	- 11,7	0,6	- 0,6	- 0,3
Autres industries (C5)	- 0,5	- 13,8	- 2,3	0,3	3,2	- 7,2	0,9	1,5	2,5

Champ : Entreprises industrielles manufacturières de 20 salariés et plus.

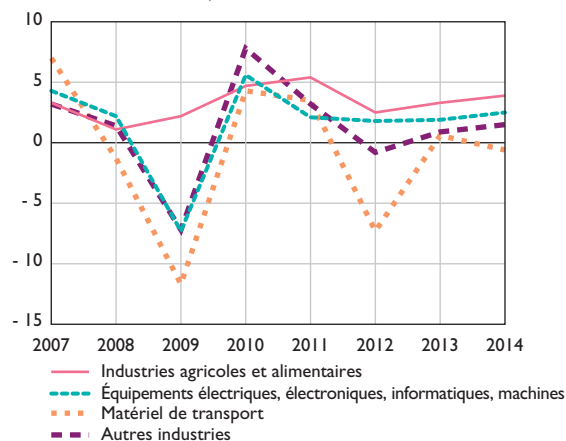
Sources : Insee (indice de la production industrielle) et Banque de France – DEMS (Enquête sur la durée d'utilisation des équipements).

Pour 2015, les chefs d'entreprise, tous secteurs confondus, envisagent de nouveau un allongement de la DUE de + 2,2 % (cf. tableau 1). Cette hausse de la DUE concernerait trois secteurs sur quatre. Seul le

secteur du matériel de transport envisage une baisse (- 0,3 %). Par taille d'entreprises, les PMI comme les grandes entreprises prévoient une hausse de leur DUE en 2015 (respectivement + 2,3 % et + 2,2 %).

Graphique 3 Évolution de la DUE par secteur

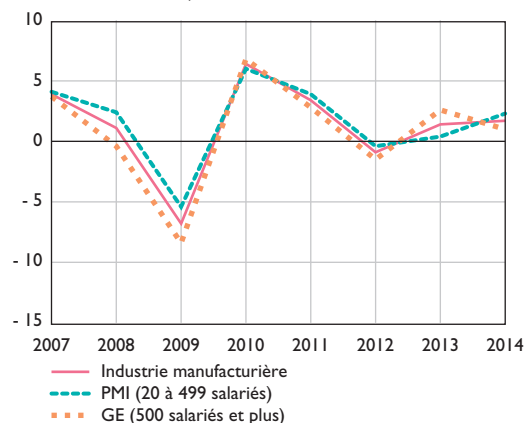
(glissement annuel en %)



Source : Banque de France – DEMS (Enquête sur la DUE).

Graphique 4 Évolution de la DUE par taille d'entreprise

(glissement annuel en %)



Source : Banque de France – DEMS (Enquête sur la DUE).

ENCADRÉ 1**Précisions méthodologiques sur l'enquête DUE de la Banque de France**

La Banque de France, par l'intermédiaire du réseau de ses succursales, conduit depuis 1989 une enquête annuelle auprès des entreprises de l'industrie manufacturière hors énergie, de plus de 20 salariés, sur la durée d'utilisation de leurs équipements (DUE). La durée d'utilisation des équipements productifs correspond au nombre moyen d'heures durant lesquelles les équipements sont utilisés pendant la semaine de référence. C'est un élément d'analyse de l'utilisation du capital, donc de la rentabilité des entreprises car la DUE influe sur le coût d'amortissement des équipements productifs. Elle dépend à la fois du mode d'organisation du travail et de la durée moyenne du travail. Cette enquête s'avère particulièrement utile pour apprécier l'évolution de la conjoncture

.../...

dans les différents secteurs de l'industrie manufacturière. Mise en œuvre chaque année au mois de septembre et portant sur un échantillon de 1 212 entreprises en 2014, elle interroge les entreprises sur :

- les variations passées et prévues de la DUE;
- le niveau de leurs effectifs et la durée du travail sur l'année en cours et l'année précédente;
- le recours au travail posté et sa structure;
- les obstacles ou les freins à l'allongement de la DUE;
- le taux d'utilisation des équipements productifs (sans embauches supplémentaires).

Le travail posté recouvre trois modalités d'organisation du travail :

- le travail posté discontinu : un arrêt chaque jour;
- le travail posté semi-continu : un arrêt par semaine;
- le travail posté continu : aucun arrêt de la production pendant la semaine, éventuellement un arrêt annuel.

La semaine de référence pour les entreprises interrogées est celle du 1^{er} au 7 septembre pour l'année 2014 (contre celle du 2 au 8 septembre pour l'année 2013).

Le champ de l'échantillon est constitué des établissements appartenant aux secteurs suivants : industries agricoles et alimentaires (catégorie NES A17 « C1 », qui représentent 14,1 % de la production manufacturière en 2012), fabrication d'équipements électriques, électroniques, informatiques et autres machines (« C3 », 18,0 %), fabrication de matériel de transport (« C4 », 15,8 %) et autres industries (« C5 », 51,5 %). Le secteur « C2 » (cokéfaction et raffinage) est exclu de l'enquête en raison à la fois de son faible poids dans la production manufacturière (0,6 %) et dans l'échantillon. Les résultats de l'enquête sont pondérés à partir des statistiques exhaustives d'effectifs de l'Insee de 2012. Entre 2013 et 2014, le taux de couverture de l'échantillon est stable : il atteint 10,5 % en 2014, après 10,4 % en 2013 (cf. annexe).

La taille des entreprises est définie en fonction des effectifs employés, y compris les intérimaires. Une « petite ou moyenne industrie » (PMI) compte entre 20 à 499 salariés ; celles dont les effectifs sont supérieurs à 500 salariés sont qualifiées de « grandes entreprises » (GE).

Les moyennes présentées sont obtenues par pondération des effectifs salariés des entreprises.

Pour augmenter la durée d'utilisation de leurs équipements et ainsi l'utilisation de leur stock de capital, les entreprises peuvent allonger la durée du travail de leurs employés, ou organiser la production en équipes de travail de manière à ce que plusieurs opérateurs se succèdent sur le même poste. À ce titre, l'enquête interroge les chefs d'entreprises sur ces deux comportements liés à l'utilisation du capital.

I | 2 Stabilité du recours au travail en équipes

Dans l'ensemble de l'industrie manufacturière, le recours au travail en équipes ² (posté) est stable et représente 42,1 % des effectifs totaux en 2014, inférieur de 2,6 points à sa moyenne de long terme. Pour certaines entreprises, l'ajustement à la hausse

de la DUE s'est effectué avec des modifications des modes d'organisation du travail. Les entreprises, en particulier les PMI, qui ont enregistré une hausse de la DUE plus marquée en 2014 que celle des grandes entreprises, ont développé davantage le recours au travail posté qu'en 2013 (cf. graphique 5). Par secteur, le recours au travail posté est en recul en 2014 par rapport à 2013 dans trois secteurs sur quatre. Seul le secteur dit des « autres industries » enregistre une hausse modérée de 1,4 point (cf. graphique 6).

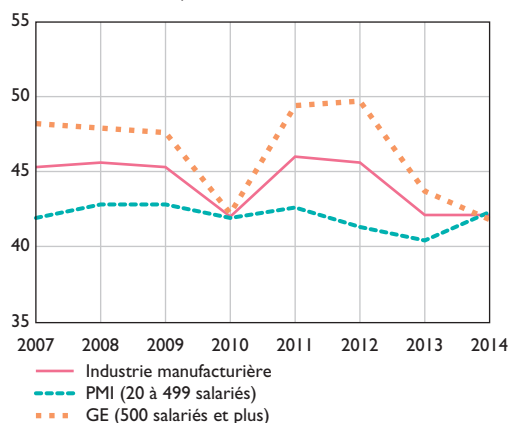
I | 3 Durée hebdomadaire du travail globalement stable en 2014

Les entreprises qui ont augmenté la durée d'utilisation de leurs équipements peuvent également faire appel à l'extension de la durée hebdomadaire moyenne

² On considère comme travail en équipes successives, les modes d'organisation du travail pour lesquels un même poste ou un même ensemble de postes est occupé, par rotation, par des effectifs différents appartenant à des équipes distinctes. S'y trouve inclus le travail en équipe de suppléance de fin de semaine. Cf. encadré 1 pour des précisions sur le travail posté.

Graphique 5 Évolution du travail posté par taille d'entreprise

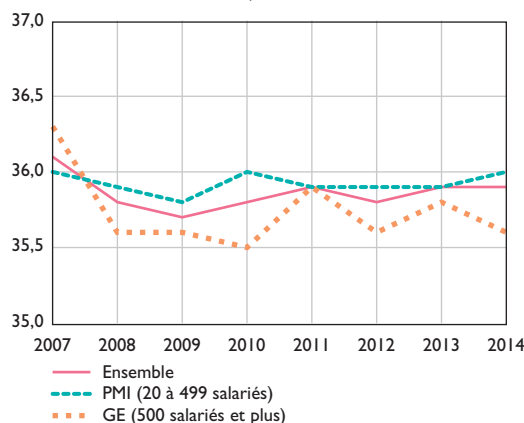
(en % des effectifs totaux)



Source : Banque de France – DEMS (Enquête sur la DUE).

Graphique 7 Évolution de la durée du travail par taille d'entreprise

(durée hebdomadaire en heures)



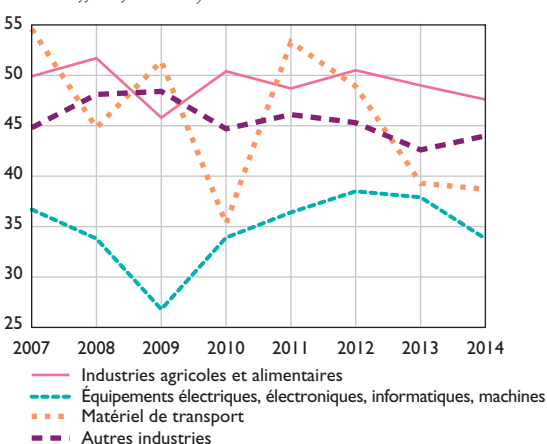
Source : Banque de France – DEMS (Enquête sur la DUE).

du travail. C'est effectivement ce que l'on observe en 2014. L'extension de la durée du travail concerne les PMI : elles enregistrent une hausse de 0,1 heure de la durée du travail par rapport à l'année précédente (à 36,0 heures). À l'inverse, dans les grandes entreprises, la durée hebdomadaire du travail diminue de 0,2 heure sur l'année (à 35,6 heures, cf. graphique 7). En 2014, comme en 2013, la durée hebdomadaire moyenne du travail dans les PMI est légèrement plus élevée que dans les grandes entreprises, mais dans l'ensemble, elle est restée stable à 35,9 heures ³.

Les évolutions de la durée hebdomadaire du travail sont contrastées selon les secteurs (cf. graphique 8). La durée hebdomadaire du travail progresse dans celui des industries agricoles et alimentaires avec une hausse de 0,5 heure en 2014 par rapport à l'année précédente (à 35,6 heures). Dans celui du matériel de transport, elle augmente de 0,2 heure (à 36,2 heures). Elle recule de 0,4 heure dans le secteur des équipements électriques, électroniques, informatiques et autres machines (à 36,0 heures). Elle est stable dans le secteur dit des « autres industries » (à 35,8 heures).

Graphique 6 Évolution du travail posté par secteur

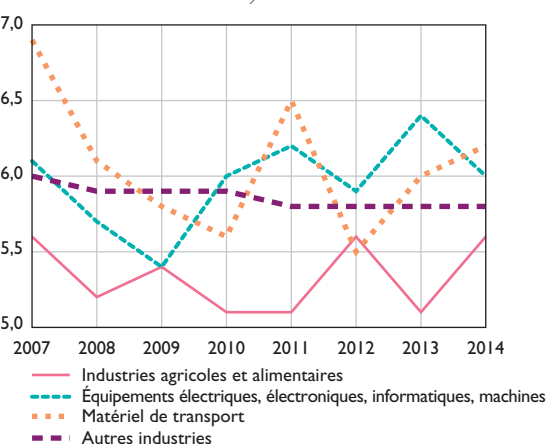
(en % des effectifs totaux)



Source : Banque de France – DEMS (Enquête sur la DUE).

Graphique 8 Évolution de la durée du travail par secteur

(durée hebdomadaire en heures)



Source : Banque de France – DEMS (Enquête sur la DUE).

3 D'après l'Enquête sur l'activité et les conditions d'emploi de la main-d'œuvre (Acemo) réalisée par la Dares, la durée hebdomadaire collective moyenne du travail dans l'industrie totale est stable entre septembre 2013 et septembre 2014, à 35,6 heures à fin septembre 2014 comme l'année précédente.

ENCADRÉ 2

Les conclusions des études utilisant cette enquête

Les résultats de l'enquête sont publiés régulièrement dans le bulletin de la Banque de France, mais sont également étudiés et présentés au public dans le cadre d'articles de revues académiques.

Une première étude s'intéresse aux rendements d'échelle des facteurs de production, qui rapportent le volume de la production au travail et au capital utilisés (Cette, Dromel, Lecat et Paret, 2015). Si on prend en compte uniquement le nombre d'employés et le stock de capital productif, les rendements d'échelle sont procycliques : les entreprises apparaissent plus productives en période de conjoncture haute qu'en conjoncture basse. Si on prend en compte l'utilisation qui est faite de ces facteurs, soit les heures travaillées, le taux d'utilisation des capacités de production, qui fournit une indication sur le rythme de production, et la durée d'utilisation des équipements, les entreprises n'apparaissent pas plus productives en conjoncture haute ou basse : c'est en effet l'utilisation des facteurs de production, et en premier lieu la DUE, qui leur permet de s'adapter aux variations de la demande.

Ces conclusions sont confirmées et approfondies par un second article (Cette, Lecat et Jiddou, 2014), qui étudie le processus d'ajustement des entreprises en cas de variation de la demande. En cas de choc de demande, les entreprises ajustent dans un premier temps leur DUE et leur taux d'utilisation des capacités de production et, dans une moindre mesure, la durée du travail. L'ajustement est lent pour le nombre d'employés et plus lent encore pour le stock de capital. Les obstacles à l'augmentation de la durée d'utilisation des équipements amènent à un ajustement plus lent de cette durée, compensé par un ajustement du taux d'utilisation des capacités.

Une dernière étude (Cette, Dromel, Lecat et Paret, 2013) s'est attachée à l'impact des obstacles à la durée d'utilisation des équipements sur la productivité. En particulier, cette étude met en avant que les contraintes réglementaires sont réellement pénalisantes en termes de productivité lorsque les travailleurs ou les syndicats les utilisent pour s'opposer aux décisions managériales ; en revanche, des accords d'entreprises, ne pouvant être obtenus que si les relations sociales sont suffisamment bonnes, seraient utilisés par les entreprises pour neutraliser l'effet négatif des contraintes réglementaires. Ces résultats confirment que la qualité des relations sociales, au niveau de la firme ou au niveau d'une branche d'activité, est un déterminant important de la performance productive des entreprises.

2| Plus de 40% des entreprises déclarent être confrontées à des obstacles à l'allongement de la DUE

2| I Ces obstacles à l'allongement de la DUE sont jugés limitatifs par plus de 60% des entreprises

En 2014, comme en 2013, 43 % des entreprises interrogées estiment se heurter à des obstacles ou à des freins si elles souhaitent allonger la DUE pour répondre à un accroissement de la demande.

Ces obstacles auraient empêché plus de la moitié d'entre elles de porter la DUE au niveau désiré (cf. tableau 2). Par taille d'entreprises, ce constat est le même : les rigidités à l'allongement de la DUE concernent autant les grandes entreprises que les PMI.

Parmi celles-ci, en 2014, comme en 2013, plus de 60 % des entreprises de grande dimension ou des PMI considèrent ces obstacles limitatifs et éprouveraient des difficultés à les surmonter.

En 2014, c'est dans le secteur des industries agricoles et alimentaires, suivi par le secteur dit des « autres industries » où, à plus de 60 % des effectifs totaux, les entreprises considèrent ces obstacles comme limitatifs.

Tableau 2 Rigidités à l'allongement de la DUE par taille d'entreprise et par secteur

(en %)

Part des entreprises	2013				2014			
	... concernées par freins ou obstacles		... dont celles considérant ces obstacles limitatifs		... concernées par freins ou obstacles		... dont celles considérant ces obstacles limitatifs	
	en % des entreprises	en % des effectifs totaux	en % des entreprises	en % des effectifs totaux	en % des entreprises	en % des effectifs totaux	en % des entreprises	en % des effectifs totaux
Industrie manufacturière	43	41	65	62	43	44	66	63
PMI (20 à 499 salariés)	43	43	65	60	42	44	66	62
GE (500 salariés et plus)	42	38	61	65	48	44	69	64
Industries agricoles et alimentaires	37	35	45	59	41	33	56	71
Équipements électriques, électroniques, informatiques et autres machines	39	36	50	51	39	42	62	56
Matériels de transport	45	32	60	56	43	28	72	48
Autres industries	44	46	71	66	44	54	69	66

Champ : Industrie manufacturière, entreprises de 20 salariés et plus.

Source : Banque de France – DEMS (Enquête sur la DUE).

2|2 Le manque de main-d'œuvre qualifiée demeure la première source de rigidité

Parmi la liste des huit obstacles présentés comme facteurs explicatifs qui empêcheraient les entreprises de porter la DUE au niveau désiré figure, en première position, le manque de main-d'œuvre qualifiée, comme pour les années précédentes (cf. tableau 3). Les trois obstacles

suivants sont les obstacles législatifs ou réglementaires, les réticences du personnel et les positions syndicales. À noter la forte augmentation entre 2013 et 2014 des obstacles réglementaires et des positions syndicales.

Viennent ensuite les obstacles techniques et les goulots d'étranglement sur les matières premières ou les approvisionnements. Les accords d'entreprise et les accords ou conventions de branche ou d'activité sont les obstacles les moins cités.

Tableau 3 Obstacles à l'allongement de la DUE
Part des obstacles rencontrés par les entreprises

(en %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Absence de personnel qualifié	59	56	50	50	56	49	50	59
Obstacle législatif ou réglementaire	26	24	28	31	27	31	29	45
Réticences du personnel	42	44	31	45	44	43	39	40
Obstacles techniques	31	36	33	31	40	39	41	38
Position syndicale	28	31	27	30	30	26	30	38
Goulots sur mat. prem. ou approv.	28	21	27	35	41	30	29	32
Accord d'entreprise	12	15	15	23	19	25	22	21
Accord ou convention de branche	9	7	6	10	12	10	9	15
Autres	7	7	7	12	13	7	11	9

Champ : Industrie manufacturière, entreprises de 20 salariés et plus.

Source : Banque de France – DEMS (Enquête sur la DUE).

2|3 L'utilisation des capacités productives s'est légèrement accrue en 2014

Le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) déclaré par les entreprises

interrogées se situe à 76,1 % en 2014, comme celui qui ressort de l'*Enquête mensuelle de conjoncture* de la Banque de France ⁴. Ce taux est à peine plus élevé que celui de 2013 et depuis la crise, reste inférieur à son niveau de 2007 (cf. tableau 4) ⁵.

Tableau 4 Taux d'utilisation des capacités de production dans l'enquête DUE et dans l'enquête EMC de la Banque de France

(en %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TUC EMC	84,0	80,3	71,5	76,1	79,7	77,2	75,6	76,1
TUC DUE	79,3	78,0	70,4	75,8	76,8	74,3	75,4	76,1

Source : Banque de France – DESS (*Enquête mensuelle de conjoncture*) – DEMS (*Enquête sur la DUE*).

⁴ Dans l'enquête DUE, la question relative au TUC était différente de celle de l'enquête EMC, mais, depuis 2007, les deux questions sont devenues plus homogènes.

⁵ Cette évolution est conforme à celle du TUC de l'Insee. En 2014, les TUC restent inférieurs à leurs niveaux de long terme.

Bibliographie

Cette (G.), Dromel (N.), Lecat (R.) et Paret (A.-C.) (2013)

«*Labour relations quality and productivity : an empirical analysis on French firms*», *Review of Economics and Institutions*, vol. 4, n° 2.

Cette (G.), Dromel (N.), Lecat (R.) et Paret (A.-C.) (2015)

«*Production factor returns : the role of factor utilisation*», *Review of Economics and Statistics*, à paraître.

Cette (G.), Lecat (R.) et Jiddou (A.O.A.) (2014)

«*How do firms adjust production factors to the cycle?*», document de travail de la Banque de France, n° 184.

Direction de la Conjoncture et des Prévisions macroéconomiques (2013)

«*Durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière : stabilité en 2012 – Résultats de l'enquête 2012 conduite par la Banque de France*», *Bulletin de la Banque de France*, n° 192, 2^e trimestre.

Rouvreau (B.) et Sabatier (E.) (2011)

«*Après un retour à la normale en 2010, la durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière poursuit sa progression en 2011 – Résultats de l'enquête 2011*», *Bulletin de la Banque de France*, n° 187, 1^{er} trimestre.

Annexe

Tableau A Représentativité de l'échantillon par taille d'entreprise et par secteur d'activité en 2014

(en nombre, taux en %)

	Population totale (Insee)				Échantillon de l'Enquête sur la DUE (Banque de France)				
	Nombre d'entreprises		Effectifs		Nombre d'entreprises		Effectifs		Taux de couverture en termes d'effectifs
	Niveau	%	Niveau	%	Niveau	%	Niveau	%	
Industrie manufacturière	17 916	100,0	2 326 925	100,0	1 212	100,0	244 327	100,0	10,5
PMI (20 à 499 salariés)	17 242	96,2	1 291 767	55,5	1 115	92,0	121 181	49,6	9,4
GE (500 salariés et plus)	674	3,8	1 035 158	44,5	97	8,0	123 146	50,4	11,9
Industries agricoles et alimentaires	2 392	13,4	330 666	14,2	146	12,0	28 227	11,6	8,5
Équipements électriques, électroniques, informatiques et autres machines	2 685	15,0	421 083	18,1	190	15,7	50 622	20,7	12,0
Matériels de transport	706	3,9	370 713	15,9	74	6,1	47 071	19,3	12,7
Autres industries	12 133	67,7	1 204 463	51,8	802	66,2	118 407	48,5	9,8

Champ : Industrie manufacturière, entreprises de 20 salariés et plus.

Note : Les taux de couverture sont calculés par référence aux statistiques exhaustives d'effectifs de l'Insee de 2012.

Source : Banque de France – DEMS (Enquête sur la DUE).

Tableau B Évolution depuis 2007 de la durée d'utilisation des équipements et de l'écart à sa moyenne

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Variation de la DUE (moyenne)	3,9	1,1	- 6,8	6,4	3,4	- 0,9	1,4	1,7
Écart-type (écart par rapport à la moyenne)	8,0	7,6	15,2	17,1	13,0	13,3	10,4	12,1

Source : Banque de France – DEMS (Enquête sur la DUE).

Situation financière et financement des sociétés non financières françaises

Gilbert CETTE
Direction générale des Études
et des Relations internationales

Jean-Pierre VILLETELLE
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

Une situation financière dégradée ainsi que des difficultés de financement sont parfois avancées comme des facteurs explicatifs importants d'une compétitivité insuffisante des entreprises françaises (cf. par exemple le rapport Gallois, 2012). La présente analyse vise à caractériser ces deux aspects, à partir des données macroéconomiques de la nouvelle base 2010 de la comptabilité nationale concernant la situation financière des entreprises et de données individuelles d'entreprises afférentes à leur financement. Mais ces données sont construites sur la base de conventions comptables qui influencent très fortement les résultats obtenus. Différentes corrections sont donc proposées pour asseoir plus fermement le diagnostic. Au terme de l'analyse, la situation financière des entreprises françaises apparaît dégradée sur les dernières années, ce qui pèse sur leur performance dans l'utilisation de leurs facteurs de production. Les entreprises veillent malgré tout à assurer leur autofinancement. Les PME cependant consacrent une part plus faible de leur revenu que les autres catégories d'entreprises à l'autofinancement de renouvellement de leur capacité de production (amortissements et provisions). Enfin, s'agissant de l'accès aux financements externes, les entreprises de taille intermédiaire (ETI) n'ont pas encore acquis la capacité d'arbitrage des grandes entreprises vis-à-vis du crédit bancaire. Élargir leurs sources de financement leur permettrait de rationaliser leur structure financière.

Mots clés : comptabilité nationale, comptabilité d'entreprise, endettement, épargne, rentabilité

Codes JEL : D21, E22, L25

NB : Cet article synthétise les présentations faites par ces deux auteurs à la conférence sur la « Situation financière des entreprises » organisée par la Banque de France, dans ses locaux, le 21 novembre 2014.

Une situation financière dégradée ainsi que des difficultés de financement sont parfois avancées comme des facteurs explicatifs importants d'une compétitivité insuffisante des entreprises françaises (cf. par exemple le rapport Gallois, 2012). La présente analyse vise à caractériser ces deux aspects, à partir des données macroéconomiques de la nouvelle base 2010 de la comptabilité nationale concernant la situation financière des entreprises et de données individuelles d'entreprises afférentes à leur financement.

Sur données macroéconomiques, la situation financière des entreprises est usuellement analysée à l'aide de deux indicateurs : le taux de marge et le taux d'épargne. Le taux de marge, qui caractérise le partage de la valeur ajoutée entre la rémunération du travail et celle du capital, a fait l'objet d'une attention soutenue dans la littérature pour trois raisons principales¹. Tout d'abord, le taux de marge est parfois considéré comme l'un des nombreux indicateurs caractérisant de façon indirecte les inégalités de revenus. Ensuite, il peut être perçu comme traduisant un point d'équilibre dans un rapport de force entre les deux principaux facteurs de production. Enfin, pour assurer les conditions d'une croissance soutenable, ce point d'équilibre doit fournir une rémunération du capital permettant de contribuer au financement de la formation du capital et d'inciter à l'investissement, tout en assurant les conditions d'une demande suffisante adressée aux entreprises *via* la consommation des ménages, dont les salaires sont la source essentielle des revenus.

Les données d'entreprises sont à l'origine de la construction des comptes nationaux s'agissant des sociétés non financières (SNF), mais leur mise en cohérence avec ce cadre comptable et le croisement avec d'autres sources font disparaître certains éléments de l'information initiale. L'exploitation directe des données d'entreprises apporte donc un complément à l'analyse que permet la comptabilité nationale, en particulier en ce qui concerne la situation financière. Ces données font en effet partie de l'ensemble d'informations utilisé pour procéder à l'examen approfondi de la situation de l'entreprise, de différents points de vue : ceux de l'entrepreneur, des actionnaires, des créanciers, et des partenaires économiques de l'entreprise, clients et fournisseurs. Plusieurs aspects peuvent être passés en revue,

comme la rentabilité économique, la rentabilité financière, la solvabilité et la liquidité de l'activité. Le financement de l'entreprise fait naturellement partie de cet examen, en permettant de confronter la nature des fonds et leur utilisation, en particulier en fonction de leur degré de liquidité et d'exigibilité. Une entreprise en situation saine finance ses actifs à long terme par des ressources à long terme, et le surplus des ressources à long terme finance, au moins en partie, l'activité cyclique et donc des actifs à court terme.

Le rapport Gallois (2012) évoqué plus haut a souligné l'impact que pouvait avoir sur la compétitivité des entreprises leurs modes de financement et leur situation financière. Une dégradation de cette dernière réduit les efforts d'innovation, ce qui aboutit à de moindres gains de productivité et à un ralentissement de la qualité des produits, facteurs de compétitivité coût et hors coût, et donc à une dégradation du commerce extérieur. L'orientation défavorable du solde des transactions courantes français depuis le début des années deux mille est alors vue comme résultant d'une insuffisance de l'offre compétitive provenant elle-même en bonne partie de la dégradation de la situation financière et de modes de financement inadaptes des entreprises.

Les politiques engagées pour réduire le coût du travail et améliorer la situation financière et la compétitivité des entreprises n'ont pas encore eu d'impact direct sur les comptes des entreprises. Le Crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE) et le Pacte de responsabilité (PR) influenceront directement sur le taux de marge et le taux d'épargne des entreprises dans les comptes 2014 pour le CICE et en 2015 pour le PR. Pour autant, ces dispositifs peuvent avoir antérieurement un impact sur certains comportements des entreprises, dans la mesure où les bénéfices de ces mesures peuvent être anticipés, et où l'utilisation de ces ressources est ciblée. Ainsi, l'utilisation du CICE a pour objectif spécifique l'amélioration de la compétitivité à travers un certain nombre d'instruments comme l'investissement, la recherche, l'innovation, la formation, le recrutement et la prospection de nouveaux marchés. En l'absence d'un de ces usages dédiés, le CICE améliore les résultats des entreprises et favorise la constitution de fonds propres : la reconstitution du fonds de roulement (différence entre les capitaux permanents et les actifs à long terme) est aussi une des utilisations possibles du CICE. La loi indique que l'entreprise devra

¹ Cf. pour une revue de littérature, Askénazy, Cetté et Sylvain (2011) et Cetté et Sylvain (2013).

retracer dans ses comptes annuels l'utilisation du crédit d'impôt conformément à ces objectifs et qu'elle ne pourra ni financer une hausse de la part des bénéfices distribués, ni augmenter les rémunérations des dirigeants. Dans l'attente du bénéfice de cette mesure, du fait du décalage d'une année entre le fait générateur des droits au bénéfice du CICE – c'est-à-dire l'année de versement des rémunérations sur lesquelles est assis ce crédit d'impôt – et ce bénéfice même – c'est-à-dire la date de liquidation de l'impôt, l'année suivante – les entreprises peuvent le préfinancer, c'est-à-dire céder leur créance de CICE à un établissement de crédit pour obtenir immédiatement un financement anticipé. Bpifrance peut porter ce préfinancement sous deux formes : un crédit de trésorerie immédiat jusqu'à 85 % du CICE anticipé pour une durée d'un an maximum, financé par Bpifrance, ou une garantie de Bpifrance couvrant jusqu'à 50 % du risque du préfinancement du CICE accordé par la banque à laquelle l'entreprise a cédé sa créance. Le préfinancement entraîne donc une substitution intertemporelle d'une part, une substitution entre ressources propres et ressources empruntées d'autre part².

Les comparaisons internationales sont utiles pour mieux appréhender les éventuelles spécificités françaises. Concernant la situation financière des entreprises, une telle comparaison se heurte cependant à deux difficultés. Tout d'abord, les données macroéconomiques détaillées indispensables pour une telle comparaison ne sont pas disponibles (au moment de la rédaction de cette étude) pour tous les pays. Ensuite, certaines différences de conventions comptables qui seront évoquées par la suite fragilisent de telles comparaisons, en particulier avec l'Allemagne et l'Italie. Les données d'entreprises sont plus encore affectées par ces difficultés méthodologiques dans la mesure où les efforts d'harmonisation entre pays sont encore plus limités³.

On analyse successivement la situation financière des entreprises à partir des données macroéconomiques de la comptabilité nationale (1) puis les modalités de leur financement à partir de données individuelles (2).

I | Situation financière des entreprises : l'enseignement des données macroéconomiques

L'analyse empirique de la situation financière des entreprises à partir des données de la comptabilité nationale aboutit à un diagnostic très fortement influencé par les hypothèses et le champ retenus pour l'analyse⁴. Au niveau de l'ensemble de l'économie, l'analyse est influencée par la mesure conventionnelle de la valeur ajoutée aux coûts des facteurs du secteur non marchand. Cette influence est forte à la fois en niveau, compte tenu de l'importance du secteur non marchand, avec des écarts importants entre pays, mais aussi en évolution, la part de ce secteur dans l'ensemble de l'économie ayant changé dans le temps. Si l'analyse se restreint au seul secteur marchand, elle se heurte à la difficulté du partage de la rémunération des entrepreneurs individuels entre coût du travail et revenu du capital. Ce partage repose ici encore sur des hypothèses conventionnelles qui influent grandement sur les résultats de l'analyse, tant en niveau, avec des écarts entre pays, qu'en évolution, la part des entrepreneurs individuels dans la valeur ajoutée marchande s'étant fortement modifiée sur les dernières décennies. Enfin, si cette dernière difficulté est évitée en se limitant aux seules sociétés, l'analyse se heurte encore aux difficultés de mesure de la valeur ajoutée des institutions financières et au fait que les frontières entre rémunérations du travail et du capital sont souvent considérées comme plus floues pour les sociétés financières que pour les sociétés non financières. Pour ces raisons, la présente analyse se limite aux seules sociétés non financières (SNF) dont la valeur ajoutée représente actuellement en France environ 50 % du produit intérieur brut. Si ce choix présente l'inconvénient, par rapport à d'autres, de limiter l'analyse à une part plus restreinte de l'économie, il offre en contrepartie le fort avantage d'être beaucoup plus robuste à de nombreuses sources d'incertitudes statistiques.

2 Sur ces aspects concernant le CICE, cf. France Stratégie (2014).

3 Pour une confrontation des données de comptabilité nationale avec les comptes sociaux ou consolidés des entreprises, voir par exemple Caysials, Durant, Vigna et Villetelle (2008).

4 Ces incertitudes sont longuement analysées par Askénazy, Cette et Sylvain (2011, 2013).

Rétropolées jusqu'en 1949, les données de comptabilité nationale permettent une analyse de la situation financière des sociétés non financières sur longue période et à partir d'agrégats usuels dont la construction est explicitée dans l'encadré 1. Cette analyse est réalisée sur les données de la nouvelle base 2010 (SEC 2010) et ses enseignements peuvent parfois différer de ceux issus de la base précédente⁵. Ces (rares) écarts de diagnostic seront signalés quand ils affectent sensiblement les évolutions des indicateurs commentés. Par ailleurs, quelques éléments de comparaison avec d'autres grands pays développés seront proposés, avec prudence cependant du fait de difficultés qui seront indiquées.

On commente ici successivement les évolutions du taux de marge et du taux d'épargne des SNF (1|1), les raisons comptables des écarts d'évolution entre ces deux indicateurs (1|2), et quelques éléments concernant l'autofinancement de l'investissement (1|3).

I | Dans la crise, dégradation du taux de marge et résistance du taux d'épargne

Après avoir baissé durant la période des deux chocs pétroliers des années soixante-dix, le taux de marge aux coûts des facteurs des SNF françaises se rétablit

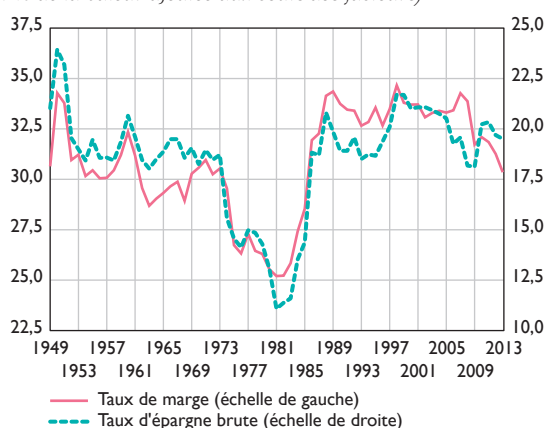
sur la décennie suivante (cf. graphique 1). De la fin des années 1980 à 2007, il connaît ensuite des fluctuations d'ampleur limitée autour d'un niveau assez stable. Il diminue à partir de 2008, le début de la crise actuelle, et son niveau est en 2013 inférieur d'environ quatre points à celui de 2007. Le niveau de 2013 est le plus bas observé depuis la première moitié des années quatre-vingt, lorsque l'effet des deux chocs pétroliers de la décennie soixante-dix n'avait pas encore été effacé. Cela traduit, indiscutablement, une forte dégradation de la situation financière des entreprises durant la crise.

Les évolutions du taux de marge peuvent être comptablement décomposées en trois contributions : i) celles du coût réel du travail par employé, ici du coût nominal total du travail par employé, y compris les cotisations sociales salariés et employeurs, déflatées de l'indice des prix à la consommation ; ii) celles de la productivité du travail par employé, ici de la valeur ajoutée au coût des facteurs par employé déflaté par l'indice du prix de la valeur ajoutée ; iii) celle des termes de l'échange, ici du ratio de l'indice du prix de valeur ajoutée et de l'indice des prix à la consommation⁶.

Sur les cinq différentes sous-périodes considérées, il apparaît que la contribution des termes de l'échange n'est importante que durant celle des deux chocs pétroliers des années soixante-dix, de 1974 à 1982 (cf. graphique 2).

Graphique 1 Taux de marge et taux d'épargne brute des SNF françaises

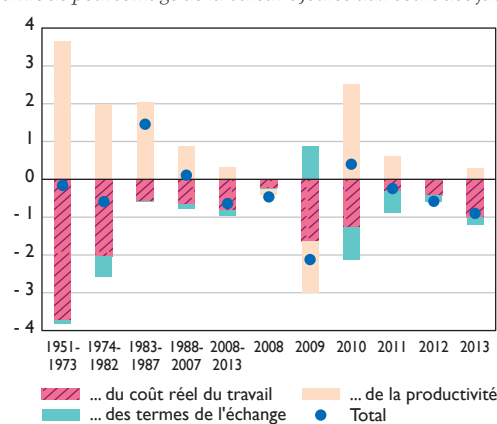
(en % de la valeur ajoutée aux coûts des facteurs)



Source : Insee, calculs des auteurs à partir des données de la comptabilité nationale.

Graphique 2 Contributions annuelles moyennes aux évolutions du taux de marge des SNF françaises

(en points de pourcentage de la valeur ajoutée aux coûts des facteurs)



Source : Insee, calculs des auteurs à partir des données de la comptabilité nationale.

5 Les principales modifications associées au passage en base 2010 et leurs répercussions sur les comptes nationaux sont présentées dans Insee (2014).

6 Une analyse économique des dynamiques de ces différentes contributions est proposée, sur la période 1970-2000 par Baghli, Cette et Sylvain (2003).

ENCADRÉ I

Définition des principaux indicateurs mobilisés sur les données de la comptabilité nationale

La valeur ajoutée aux coûts des facteurs (VACF) correspond à la valeur ajoutée aux prix de base (VA) augmentée des autres subventions sur la production (SP) et diminuée des autres impôts sur la production (IP) : $VACF = VA + SP - IP$

L'excédent brut d'exploitation aux coûts des facteurs (EBCF) correspond à la valeur ajoutée aux coûts des facteurs (VACF) diminuée des coûts salariaux (CS) y compris les cotisations sociales salariées et employeurs : $EBCF = VACF - CS$

Le taux de marge aux coûts des facteurs (TMCF) rapporte l'excédent brut d'exploitation aux coûts des facteurs (EBCF) à la valeur ajoutée aux coûts des facteurs (VACF) : $TMCF = EBCF/VACF$

L'épargne brute aux coûts des facteurs (EBCF) correspond à l'excédent brut aux coûts des facteurs (EBCF) diminué de l'impôt sur les sociétés (IS) et des revenus de la propriété versés (RP), qui comprennent à la fois les intérêts nets versés et les dividendes nets versés : $EBCF = EBCF - IS - RP$

Le taux d'épargne brute aux coûts des facteurs (TEBCF) rapporte l'épargne brute aux coûts des facteurs (EBCF) à la valeur ajoutée aux coûts des facteurs (VACF) : $TEBCF = EBCF/VACF$

Le taux d'investissement brut (TINV) rapporte les dépenses d'investissement, c'est-à-dire la formation brute de capital fixe (FBCF), à la valeur ajoutée aux coûts des facteurs (VACF) : $TINV = FBCF/VACF$

Le taux d'autofinancement aux coûts des facteurs (TACF) rapporte l'épargne brute aux coûts des facteurs aux dépenses d'investissement (FBCF) : $TACF = EBCF/FBCF$. Il est donc égal au ratio du taux d'épargne brute (TEBCF) au taux d'investissement : $TACF = TEBCF/TINV$

Cela correspond aux effets du renchérissement du prix du pétrole, et la détérioration induite des termes de l'échange explique la baisse du taux de marge. Les contributions du coût du travail et de la productivité du travail sont de signe opposé mais d'une ampleur comparable et forte sur la sous-période 1951-1973, qui précède le premier choc pétrolier, et sur la sous-période 1974-1982, qui englobe les deux chocs pétroliers des années soixante-dix. Le rétablissement du taux de marge durant les années quatre-vingt s'explique par une contribution positive de la productivité nettement supérieure à la contribution négative du coût réel du travail. Les contributions de la productivité et du coût réel du travail sont globalement équilibrées durant la sous-période 1988-2007. Enfin, sur la dernière sous-période 2008-2013, correspondant aux années de crise, la détérioration du taux de marge s'explique par une contribution positive de la productivité d'une ampleur nettement inférieure à celle, négative, du coût réel du travail, la détérioration des termes de l'échange ajoutant également une légère contribution négative.

Les comparaisons des niveaux de taux de marge entre pays sont à faire avec beaucoup de prudence. En effet, une même situation financière peut nécessiter des taux de marge différents si les systèmes fiscaux, dont par exemple le taux d'imposition sur les bénéfices, sont eux-mêmes différents. Ces comparaisons en niveau sont plus légitimes sur d'autres indicateurs, comme par exemple le taux d'épargne évoqué plus loin, car le calcul de l'épargne brute est net de l'impôt direct sur les sociétés et des revenus de la propriété. Mais la comparaison entre pays des évolutions du taux de marge peut garder une forte pertinence. Cependant, si une telle comparaison en évolution présente un fort intérêt avec les États-Unis, elle est grandement fragilisée avec l'Allemagne et l'Italie par le fait que, dans ces deux pays, le champ des SNF comporte encore de très nombreux entrepreneurs individuels, la part de ces derniers dans la valeur ajoutée des SNF étant, sur les deux dernières décennies, croissante en Allemagne et décroissante en Italie (voir sur ce point Pionnier, 2014). Cette situation fautive, même en

évolution, la comparaison du taux de marge des SNF avec l'Allemagne et l'Italie, puisque la rémunération des entrepreneurs individuels y est totalement incluse dans l'excédent brut d'exploitation des SNF, y compris pour la part rémunérant de fait le travail de ces entrepreneurs. Cette difficulté disparaît pour la comparaison des taux d'épargne dans la mesure où le revenu des entrepreneurs individuels y est pris en compte en « revenus distribués des entreprises ».

Aux États-Unis, le taux de marge des SNF augmente sur la première moitié des années deux mille, pour se stabiliser ensuite jusqu'à la fin de cette décennie et progresser à nouveau au cours des dernières années (cf. graphique 3). Contrairement à la France, la crise ne s'y est donc pas accompagnée d'une baisse du taux de marge, ce qui peut s'expliquer par l'ajustement très rapide de l'emploi. Du milieu des années quatre-vingt-dix jusqu'à 2013, le taux de marge des SNF diminue presque continûment en Italie, ce qui peut traduire l'effet d'une érosion de la part des entrepreneurs individuels. En Allemagne, le taux de marge des SNF s'élève presque sans interruption du milieu des années 1990 à 2007, peut-être sous l'effet d'une importance croissante des entrepreneurs individuels, et il baisse ensuite à partir de 2008, comme en France, cette baisse étant d'ailleurs d'une ampleur similaire dans les deux pays.

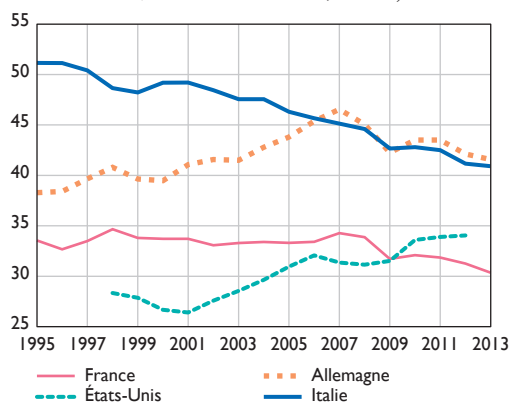
Les évolutions du taux d'épargne des SNF françaises sont assez comparables à celles du taux de marge, à une seule différence importante près sur la dernière

sous-période de crise. La forte orientation à la baisse du taux de marge, observée depuis 2008, n'apparaît pas sur le taux d'épargne qui continue de connaître de fortes fluctuations autour d'un niveau toujours stabilisé depuis la fin des années quatre-vingt. Les origines comptables de cet écart d'évolution entre les deux indicateurs seront commentées dans la section suivante. Notons cependant que les données de la précédente base comptable faisaient apparaître une orientation plus défavorable du taux d'épargne sur les dernières années (cf. sur ce point, Sylvain et Cette, 2013). Les données de la nouvelle base 2010 conduisent donc à un diagnostic moins défavorable de l'orientation de la situation financière des SNF françaises durant la crise, telle qu'appréhendée à partir du taux d'épargne.

Les écarts de niveaux du taux d'épargne des SNF sont généralement assez faibles entre les quatre pays ici considérés (cf. graphique 4). Aux États-Unis, le taux d'épargne des SNF augmente durant les trois premières années de crise 2008-2010, pour se stabiliser les deux années suivantes à un niveau supérieur à celui des SNF françaises. En Italie et en Allemagne, comme en France, le taux d'épargne des SNF ne paraît pas avoir pâti durablement de la crise et son niveau est en fin de période comparable à celui observé avant crise, et proche de celui des SNF françaises. Appréhendée par le taux d'épargne, la situation financière des SNF françaises apparaît donc comparable, en fin de période, à celle des SNF italiennes et allemandes, et légèrement moins favorable que celle des SNF américaines.

Graphique 3 Taux de marge des sociétés non financières

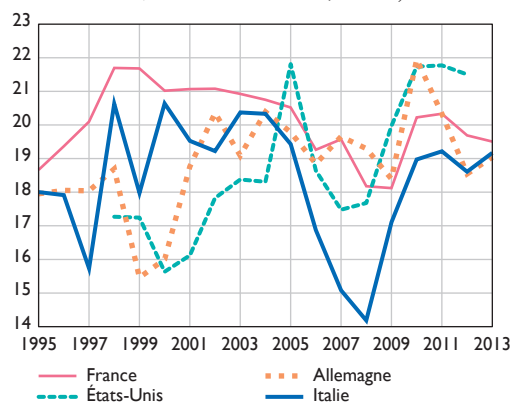
(en % de la valeur ajoutée aux coûts des facteurs)



Sources : Eurostat et Insee, calculs des auteurs à partir des données de la comptabilité nationale.

Graphique 4 Taux d'épargne des sociétés non financières

(en % de la valeur ajoutée aux coûts des facteurs)



Sources : Eurostat et Insee, calculs des auteurs à partir des données de la comptabilité nationale.

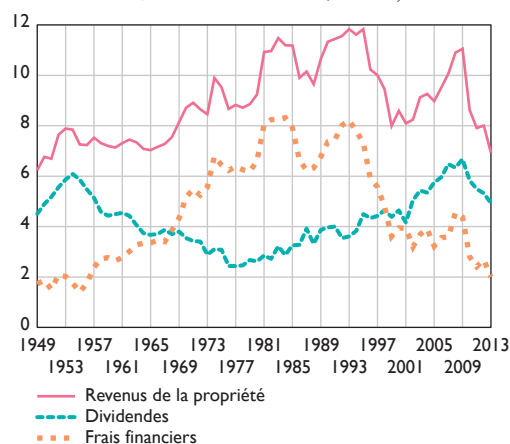
I | 2 Du taux de marge au taux d'épargne

La résistance du taux d'épargne des SNF françaises durant la crise, malgré le recul marqué de leur taux de marge, s'explique par la baisse de la part, dans la valeur ajoutée, de l'impôt sur les sociétés et surtout des revenus de la propriété (cf. graphique 5). La diminution de la part des revenus de la propriété s'explique elle-même comptablement à la fois par celle des intérêts nets versés et des dividendes nets versés (cf. graphique 6). L'écart de diagnostic avec les données de l'ancienne base comptable concernant l'orientation du taux d'épargne des SNF durant la crise s'explique comptablement par une orientation moins défavorable à la fois des intérêts nets versés et des dividendes nets versés.

Les dividendes nets versés ont, en pourcentage de la valeur ajoutée, presque continuellement augmenté du premier choc pétrolier jusqu'à 2007, passant d'environ 2,5 % à 6,5 % de la valeur ajoutée. L'impact défavorable de cette hausse sur le taux d'épargne a été largement compensé, durant les années quatre-vingt-dix, par la baisse des intérêts nets versés. Les intérêts nets versés par les SNF (exprimés en pourcentage de la valeur ajoutée) ont ainsi connu, depuis la fin des années quatre-vingt,

Graphique 6 Revenus de la propriété (nets), dividendes (nets) et frais financiers (nets) versés par les sociétés non financières

(en % de la valeur ajoutée aux coûts des facteurs)

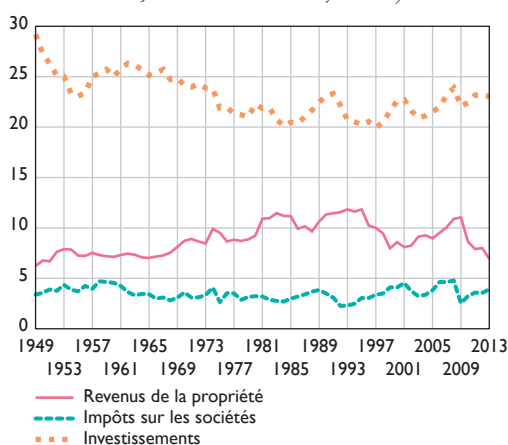


Sources : Eurostat et Insee, calculs des auteurs à partir des données de la comptabilité nationale.

deux épisodes de forte baisse : durant la décennie quatre-vingt-dix et, plus récemment, durant la crise. Ces baisses sont liées à celles des taux d'intérêt, le taux d'endettement des SNF ayant augmenté (cf. graphique 7).

Graphique 5 Revenus de la propriété (nets), impôts sur les sociétés et taux d'investissement des sociétés non financières françaises

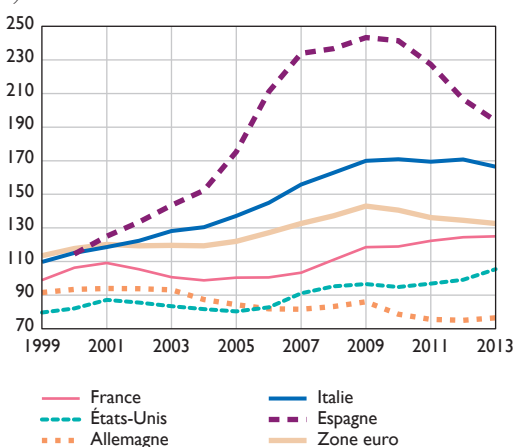
(en % de la valeur ajoutée aux coûts des facteurs)



Source : Insee, calculs des auteurs à partir des données de la comptabilité nationale.

Graphique 7 Taux d'endettement des sociétés non financières

(en %)



Note de lecture : Cette mesure du taux d'endettement rapporte la dette (prêts des institutions financières et titres de créance, c'est-à-dire billets de trésorerie et bons à moyen terme) à la valeur ajoutée aux prix de base. Source : Banque de France (DGS).

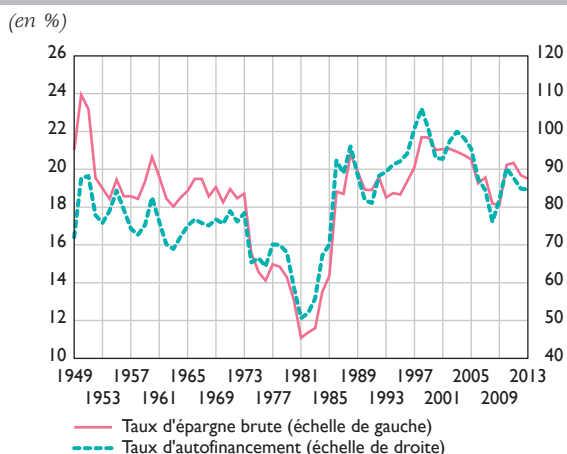
L'augmentation du taux d'endettement des SNF françaises depuis le début des années deux mille contraste avec l'orientation inverse observée pour les SNF allemandes. L'écart de taux d'endettement des SNF des deux pays est ainsi passé de moins de 10 points de valeur ajoutée en 2003 à plus de 50 points en 2013. Les SNF françaises apparaissent nettement moins endettées que les SNF espagnoles, cependant en situation de désendettement accéléré depuis 2010, et italiennes, qui stabilisent néanmoins leur endettement depuis 2009. Leur endettement est maintenant comparable à celui de l'ensemble de la zone euro, alors qu'il lui était nettement inférieur précédemment.

I | 3 L'autofinancement de l'investissement

Sur l'ensemble de la période 1949-2013, le taux d'investissement brut des SNF connaît des fluctuations autour de deux grandes phases : une baisse d'environ 8 points du début de période à la fin des années soixante-dix, suivie d'une relative stabilité à 20-24 % jusqu'en 2013 (cf. graphique 5). Il n'a pas connu de fléchissement marqué durant la crise, son niveau de 2013 (23 %) n'étant inférieur que de moins de 1 point à celui de 2008 (23,9 %), qui était pourtant un maximum historique élevé puisqu'il faut revenir à 1972, près de quatre décennies plus tôt, pour observer des niveaux équivalents. Cette résistance étonnante du taux d'investissement durant la crise s'explique cependant par l'atonie de la valeur ajoutée elle-même : de 2008 à 2013, cette dernière ne progresse (en valeur) que de 4,3 % soit en moyenne environ 0,8 % par an, ce qui correspond à une baisse en volume, tandis que l'investissement progresse (également en valeur) encore moins, de seulement 0,6 % soit en moyenne environ 0,1 % par an.

Les évolutions du taux d'autofinancement sont, sur l'ensemble de la période, très en phase avec celles du taux d'épargne (cf. graphique 8). Le taux d'autofinancement connaît d'amples fluctuations sans tendance marquée depuis la fin des années quatre-vingt, le maximum historique d'environ 106 % observé en 1998 correspondant à la conjonction de niveaux historiquement assez élevés pour le taux d'épargne et bas pour le taux d'investissement. Durant la crise, c'est-à-dire de 2008 à 2013, la conjonction d'une bonne résistance du taux d'épargne qui progresse même d'environ 1,5 point et la faible baisse d'environ 1 point du taux d'investissement explique l'augmentation d'environ 8 points du taux

Graphique 8 Taux d'épargne brute et taux d'autofinancement des sociétés non financières françaises



Source : Insee, calculs des auteurs à partir des données de la comptabilité nationale.

d'autofinancement, qui est proche de 85 % en fin de période. L'orientation du taux d'autofinancement était beaucoup moins favorable durant la crise dans l'ancienne base, du fait d'une orientation également moins favorable du taux d'épargne.

2 | Situation et financement des entreprises : l'enseignement des données individuelles

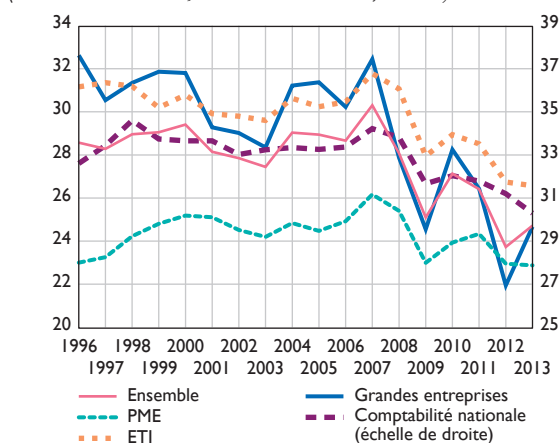
Le diagnostic qui vient d'être proposé, à l'examen des données de comptabilité nationale, peut être croisé avec celui que permet l'utilisation des données comptables des entreprises. En particulier, ces dernières se prêtent à une segmentation par taille de l'ensemble des entreprises non financières. On commente successivement les enseignements des données individuelles concernant le taux de marge (2|1), la distribution des revenus des entreprises (2|2) et la structure de financement des entreprises (2|3).

2 | 1 Le taux de marge

À un facteur d'échelle près sur le niveau de taux de marge, le diagnostic est le même que celui présenté plus haut concernant le sens des évolutions : le taux

Graphique 9 Taux de marge aux coûts des facteurs par taille d'entreprise

(en % de la valeur ajoutée aux coûts des facteurs)



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.

Sources : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014 ; Insee.

de marge des entreprises se dégrade depuis le début de la crise financière et se trouve au point le plus bas observé au cours de la période sous revue (1996-2013). Il est en particulier plus bas en 2013 qu'il ne l'était en 2009, au cœur de la crise. Ce diagnostic d'ensemble vaut pour les grandes entreprises et pour les entreprises de taille intermédiaire. Pour les PME en revanche, le taux de marge résiste mieux. Il est au niveau de 2009, niveau qui prévalait aussi en 1996-1997 (cf. graphique 9).

Au-delà des tendances, les mesures sur données d'entreprises apparaissent plus fluctuantes qu'en comptabilité nationale. En particulier, les baisses de taux de marge de 2007 à 2009 et de 2010 à 2012 sont plus prononcées. La hausse entre 2009 et 2010 est également plus marquée. Enfin, entre 2012 et 2013, on observe une hausse sur données d'entreprises, qui n'apparaît pas en comptabilité nationale.

Une large part de ces écarts vient de la façon de valoriser les variations de stocks dans les deux systèmes comptables. En effet les variations de stocks entrent dans les deux cas dans le calcul de la production (ventes + variations de stocks producteurs) et des consommations intermédiaires (achats - variations de stocks utilisateurs), et donc dans le calcul de la valeur ajoutée (production - consommations intermédiaires). Pour la comptabilité nationale, l'évolution de la valeur ajoutée ne doit pas pouvoir provenir d'un accroissement de prix des

produits stockés, puisqu'il ne s'agit pas à proprement parler d'un revenu. La comptabilité d'entreprises s'applique d'autres contraintes en matière d'évaluation des éléments d'actifs - notamment le principe de continuité d'exploitation - qui n'interdisent pas la prise en compte de l'augmentation de valeur des stocks de clôture. En neutralisant l'appréciation sur stocks dans l'évolution de la valeur ajoutée, les variations de taux de marge sont moins volatiles en comptabilité nationale qu'en comptabilité d'entreprises.

Sur données d'entreprises, outre son rôle comme indicateur de profitabilité, le taux de marge est aussi traditionnellement utilisé dans la décomposition de la rentabilité du capital. Dans le cas de la rentabilité du capital d'exploitation - qui évalue la performance économique de l'entreprise dans l'utilisation des facteurs de production, sans prise en compte de sa structure financière - cette décomposition permet de voir ladite rentabilité comme le produit de la capacité de l'entreprise à dégager une marge avec l'intensité d'utilisation de son capital d'exploitation (rendement du capital d'exploitation). Pour les PME et, dans une certaine mesure, pour les ETI, la dégradation du taux de marge a eu un impact relatif limité sur la dégradation du taux de rentabilité : ces catégories d'entreprises ont davantage souffert de la détérioration du taux de rendement de leur capital d'exploitation. En revanche, pour les grandes entreprises, dégradation du taux de marge et dégradation du rendement du capital ont concouru de façon quasi identique à la dégradation de la rentabilité de leur capital d'exploitation (cf. tableau 1). La contraction du taux de marge est donc à la source d'une part importante de la dégradation de la performance économique des entreprises, en particulier des plus grandes.

2 | 2 La distribution des revenus des entreprises

La dégradation de la performance des entreprises, et donc de leur capacité à générer des revenus, influence corrélativement leur façon de les distribuer. On considère ici le revenu global des entreprises, ensemble des revenus d'activité, essentiellement la valeur ajoutée s'agissant des revenus d'exploitation, et des revenus hors exploitation, notamment les revenus financiers. Le revenu global est affecté à la rémunération des salariés, de l'État, des prêteurs et à celle des actionnaires. La part non distribuée

Tableau 1
Décomposition de l'évolution du taux de rentabilité du capital d'exploitation depuis 2005

(taux en % ; variations et contributions en points de pourcentage)

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PME	Taux de rentabilité	14,5	14,8	15,6	14,5	12,1	12,4	12,4	11,6	11,8
	Évolution cumulée depuis 2005		0,3	1,1	0,0	- 2,4	- 2,1	- 2,1	- 2,9	- 2,7
	dont : contribution du taux de marge		0,3	1,0	0,5	- 0,9	- 0,3	- 0,1	- 0,9	- 0,9
	contribution du taux de rendement du capital		0,1	0,1	- 0,5	- 1,7	- 1,8	- 2,1	- 2,2	- 1,9
ETI	Taux de rentabilité	11,6	11,5	12,0	11,2	9,3	9,5	9,5	8,9	8,7
	Évolution cumulée depuis 2005		- 0,1	0,4	- 0,4	- 2,3	- 2,1	- 2,1	- 2,7	- 2,9
	dont : contribution du taux de marge		0,1	0,6	0,3	- 0,9	- 0,5	- 0,7	- 1,3	- 1,4
	contribution du taux de rendement du capital		- 0,2	- 0,1	- 0,7	- 1,6	- 1,6	- 1,5	- 1,6	- 1,7
Grandes entreprises	Taux de rentabilité	10,6	9,8	11,0	8,7	7,0	8,1	7,5	5,9	6,5
	Évolution cumulée depuis 2005		- 0,8	0,4	- 2,0	- 3,6	- 2,5	- 3,2	- 4,7	- 4,2
	dont : contribution du taux de marge		- 0,4	0,4	- 1,2	- 2,3	- 1,1	- 1,7	- 3,2	- 2,3
	contribution du taux de rendement du capital		- 0,4	0,0	- 0,9	- 1,7	- 1,6	- 1,8	- 2,2	- 2,4

Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.

Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

constitue l'autofinancement, part du revenu global que l'entreprise est à même de consacrer au financement de sa croissance. Le rôle des revenus d'exploitation est naturellement prédominant dans la formation du revenu global et celui-ci varie donc amplement selon les fluctuations de l'activité. La distribution de revenu est plus ou moins arbitraire et les différents bénéficiaires subissent plus ou moins fortement la volatilité de l'activité. Ainsi, la part des prêteurs figure parmi les composantes les moins volatiles et les plus faiblement corrélées à la croissance des revenus. La part de l'État est davantage liée au cycle, de par la nature des assiettes de prélèvement. En revanche, le jeu du cycle de productivité – ajustement retardé de l'emploi à l'activité – fait apparaître une corrélation négative de la part de l'emploi avec l'activité pour les ETI, et surtout pour les PME (- 0,7), faiblement

positive pour les GE (+ 0,3). La part des rémunérations est décroissante avec la taille des entreprises, et représente près de 70 % du revenu distribué pour les PME contre 50 % pour les grandes entreprises (GE). Les dividendes sont versés de façon contracyclique, avec des parts négativement corrélées au cycle et plus volatiles que les autres composantes. Ils vont croissants avec les tailles d'entreprises, aussi bien en part (5,6 % pour les PME, 13,2 % pour les GE) qu'en volatilité (écart-type de 1,3 pour les PME et 5,0 pour les GE) et en corrélation avec le cycle, en valeur absolue (- 0,1 pour les PME et - 0,6 pour les GE) (cf. tableau 2).

La part de l'autofinancement est fortement et positivement corrélée avec le cycle, de manière comparable entre catégories d'entreprises. Elle est

Tableau 2
Décomposition du revenu global 1996-2013

(part moyenne du revenu global, écart-type, coefficient de corrélation de la part de chaque composante du revenu global avec la croissance du revenu global)

	PME			ETI			Grandes entreprises		
	Part	Écart-type	Corrélation	Part	Écart-type	Corrélation	Part	Écart-type	Corrélation
État	9,3	0,8	0,5	10,0	1,2	0,1	12,9	1,6	0,5
Prêteurs	4,3	0,7	- 0,1	7,7	0,9	0,1	9,6	1,5	0,0
Dividendes	5,6	1,3	- 0,1	9,8	2,1	- 0,2	13,2	5,0	- 0,6
Personnel	67,8	0,9	- 0,7	56,7	1,5	- 0,3	45,9	3,2	0,3
Autofinancement	13,0	0,8	0,6	15,8	1,3	0,5	18,3	2,2	0,6
Total	100,0			100,0			100,0		

Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.

Note : La somme des composants peut ne pas être égale à 100 en raison des arrondis.

Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

croissante avec la taille des entreprises (13 % pour les PME, 18,3 % pour les GE) et moins volatile que la part d'autres composantes, notamment les frais de personnels. On peut y voir un comportement stratégique des entreprises, pour lesquelles cette variable est un élément clé du financement, toutes tailles confondues.

2|3 La structure de financement des entreprises

On se focalise ici sur les composantes du financement constitué des fonds propres d'une part, des dettes bancaires et obligataires d'autre part. Les fonds propres eux-mêmes sont décomposés en capitaux propres et en amortissements et provisions.

Concernant les capitaux propres, deux constats principaux peuvent être faits : leur part dans l'ensemble des ressources est assez similaire selon les différentes tailles d'entreprises, y compris s'agissant des PME ; cette part a eu tendance à augmenter sur la période sous revue. La part des capitaux propres dans l'ensemble des ressources des entreprises était de 32 % en 1998 (30 % pour les grandes entreprises et 33 % pour les PME) et 37 % en 2013 (37 % pour les grandes entreprises et 40 % pour les PME) (cf. graphique 10).

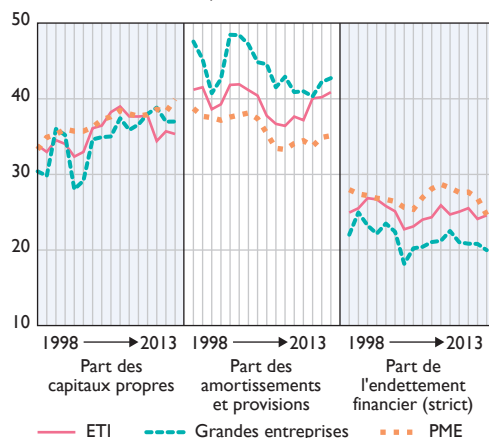
Les différences entre tailles d'entreprises sont plus fortes en ce qui concerne la part des amortissements et provisions : la part de cette forme de fonds propres dans le total des ressources tend à diminuer mais excède 40 % pour les GE sur l'ensemble de la période (45 % en 2002-2003, 41 % en 2013) tandis qu'elle reste toujours en deçà de cette valeur pour les PME (39 % en 1998, 35 % en 2013). Les différences sont également fortes concernant la part de l'endettement financier (au sens strict), mais en sens inverse : la part pour les PME est plus forte (25 % en 2013) que celle des GE (20 % la même année).

La structure de l'endettement financier est quant à elle bien connue : les PME dépendent presque exclusivement du financement bancaire, dans un rapport très stable, de l'ordre de près de 98 %, alors que pour les GE cette part est beaucoup plus fluctuante et n'excède jamais 50 % depuis la fin des années quatre-vingt-dix. Elle se situe à 30 % en 2012. La situation des ETI est plus proche de celle des PME que de celle des grandes entreprises. La part du financement bancaire est largement majoritaire (80 % de leur endettement financier) et assez stable : l'augmentation de cette part à près de 85 % au cours des années deux mille a été gommée depuis le début de la crise financière (cf. graphique 11).

On voit donc que cette catégorie d'entreprises n'a pas encore acquis la capacité d'arbitrage des grandes entreprises vis-à-vis du crédit bancaire.

Graphique 10 Part des capitaux propres, des amortissements et provisions et de l'endettement financier selon la taille de l'entreprise

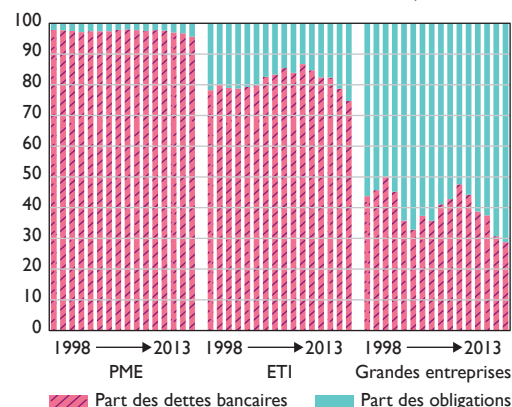
(en % du total des ressources)



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

Graphique 11 Structures des dettes financières par taille d'entreprise

(en % du total des dettes financières, au sens strict)



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

Par ailleurs, les ETI se distinguent aussi des autres catégories d'entreprises par un taux d'investissement structurellement plus élevé (autour de 25 %, contre moins de 20 % pour les PME et entre 20 et 25 % pour les grandes entreprises). L'effort relatif d'investissement de cette catégorie d'entreprises est donc important, de même que l'effort financier à consentir. Mais surtout, les ETI ont un besoin de fond de roulement d'exploitation qui représente plus de 30 jours de chiffre d'affaires, alors qu'il est nul, voire négatif, depuis quelques années pour les grandes entreprises, leurs dettes fournisseurs étant globalement supérieures aux créances clients qu'elles consentent⁷. Les ETI ont donc des besoins spécifiques de financement, tant à court terme qu'à long terme.

3| Conclusion

Malgré les difficultés d'analyse inhérentes à l'utilisation de données construites selon des

normes comptables établies pour les besoins de l'analyse macroéconomique d'ensemble, s'agissant de la comptabilité nationale, et pour l'examen des situations individuelles, s'agissant de la comptabilité d'entreprises, un diagnostic robuste se dessine.

La situation financière des entreprises françaises apparaît dégradée sur les dernières années, et cela pèse sur leur performance dans l'utilisation de leurs facteurs de production. Les entreprises veillent malgré tout à assurer leur autofinancement. Les PME cependant consacrent une part plus faible de leur revenu que les autres catégories d'entreprises à l'autofinancement de renouvellement de leur capacité de production (amortissements et provisions). Enfin, s'agissant de l'accès aux financements externes, les ETI n'ont pas encore acquis la capacité d'arbitrage des grandes entreprises vis-à-vis du crédit bancaire. Élargir leurs sources de financement leur permettrait de rationaliser leur structure financière.

⁷ Cf. Carlino et Lefilliatre (2014).

Bibliographie

Askénazy (P.), Gilbert (C.) et Sylvain (A.) (2011)
« Le partage de la valeur ajoutée », La Découverte, Collection Repères, seconde édition en 2013.

Baghli (M.), Gilbert (C.) et Sylvain (A.) (2003)
« Les déterminants du taux de marge en France et quelques autres grands pays industrialisés : analyse empirique sur la période 1970-2000 », Économie et prévision, n° 158.

Carlino (L.) et Lefilliatre (D.) (2014)
« Les entreprises en France en 2013 : tirée par les grandes entreprises, la rentabilité se redresse », *Bulletin de la Banque de France*, n° 198.

Cayssials (J.-L.), Durant (D.), Vigna (O.) et Villetelle (J.-P.) (2008)
« La situation financière des sociétés non financières en France 1995-2006 : baisse du taux d'épargne et recours accru à l'endettement », *Bulletin de la Banque de France*, n° 170.

Cette (G.) et Sylvain (A.) (2013)
« Situation financière des entreprises : la France décroche », *Futuribles*, n° 397, novembre-décembre, p. 49-56.

France Stratégie (2014)
« Rapport 2014 », Comité de suivi du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi.

Gallois (L.) (2012)
« Pacte pour la compétitivité de l'industrie française », Paris, Rapport au Premier ministre, 5 novembre.

Insee (2014)
« Les comptes nationaux passent en base 2010 », *L'Économie française*, Comptes et dossiers, édition 2014.

Pionnier (P.-A.) (2014)
« *Comparing value-added shares across countries : Towards more harmonized national accounts* », *mimeo*, OECD, Statistics Directorate, WPNA, novembre.

La situation financière des entreprises

Synthèse du colloque organisé par la Banque de France le 21 novembre 2014

**Direction générale des Études et des Relations internationales, direction générale des Statistiques
et direction générale des Activités fiduciaires et de Place**

Le récent changement de base de la comptabilité nationale, et la persistance de la très faible croissance de l'activité en France ont rendu nécessaire une mise au point sur la situation financière des entreprises en France et dans certains pays de l'OCDE. Cette évaluation de la situation des entreprises a été effectuée sous trois angles d'attaque : le premier consiste à revisiter les données en nouvelle base de la comptabilité nationale en insistant sur les changements induits pour les entreprises par le changement de base ; le deuxième tente de tirer des faits stylisés de la structure de financement des entreprises françaises à l'aide de données individuelles fines issues de deux échantillons spécifiques ; le troisième angle d'analyse permet de faire un zoom sur les comportements des entreprises en termes de financements externes en prenant appui sur diverses données recueillies au cours des mois les plus récents. Pour chacune de ces approches, les discussions sont introduites par deux experts issus des directions générales de la Banque et des institutions externes compétentes pour garantir la pluralité des points de vue et ouvrir le débat à d'autres secteurs que celui d'une banque centrale. Les débats ont conduit au constat selon lequel la situation financière des entreprises n'est pas aussi dégradée que ne le laissaient penser les données en ancienne base. Par ailleurs, la cartographie de la structure de financement et celle de l'endettement des entreprises ne sont pas homogènes ; elles dépendent notamment de la taille des entreprises. Enfin, l'analyse des sources externes de financement sur la période récente montre l'importance accrue des financements de marché et la forte diversité des sources de ces financements.

Mots clés : entreprises, situation financière, financement, données agrégées, données individuelles, enquêtes, collecte et estimation de données macroéconomiques

Codes JEL : C80, C81, C82, C83, D21, G32

NB : La Banque de France a pu prendre appui sur les directions générales les plus impliquées dans la collecte et l'analyse des informations relatives aux entreprises (la direction générale des Activités fiduciaires et de Place – DGAFP, la direction générale des Études et des Relations internationales – DGEI, et la direction générale des Statistiques – DGS) pour jouer un rôle moteur dans l'animation de la journée. Les contributions des intervenants sont disponibles en ligne à l'adresse suivante : <https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/la-recherche/seminaires-et-colloques.html>

Comme au cours des précédents colloques consacrés à ce thème, les intervenants et participants sont venus de divers secteurs ou domaines d'activité¹. Outre les chercheurs venant du monde académique ou des institutions ou organismes spécialisés, plusieurs participants sont venus des banques et du monde des entreprises. Ceci a permis d'avoir des débats animés où l'on pouvait percevoir les différents centres d'intérêt des participants.

Les présentations ont été organisées autour de trois axes principaux : changements de base et situation financière des entreprises ; structure de financement des entreprises françaises ; financement externe des entreprises et accès au crédit. Si le premier axe a plutôt porté sur l'analyse des agrégats et comptes des entreprises de la comptabilité nationale, les deux autres axes sont plutôt orientés vers une exploitation de données spécifiques portant sur différentes formes de financement des entreprises. Enfin, Éric Dubois, Insee, a tiré les principaux enseignements de la journée comme le montre ce compte rendu.

I | Changements de base et situation financière des entreprises

La première session de l'atelier a été présidée par Alain Duchâteau (Banque de France). Elle a porté sur l'analyse de l'impact du changement de base sur les indicateurs macroéconomiques permettant d'évaluer la situation financière des entreprises en France et dans les principaux pays de l'OCDE. En d'autres termes, quel éclairage les comptes nationaux en nouvelle base peuvent apporter sur la situation financière et la rentabilité des sociétés non financières, notamment sur la période récente ? Dans ses remarques introductives, Alain Duchâteau a souligné que parvenir à un diagnostic précis, fondé sur l'exploitation des données en nouvelle base, prend son sens au regard de deux débats actuels : i) la soutenabilité de la croissance est étroitement dépendante du partage de la valeur ajoutée entre rémunération du capital et rémunération du travail et de son évolution ; ii) la compétitivité des économies dépend, entre autres, de l'évolution respective de

la rentabilité des entreprises françaises et de leurs concurrentes.

Deux experts ont lancé les débats en adoptant chacun une grille de lecture particulière. Le premier, Gilbert Cette (Banque de France), a pris la position d'un utilisateur des données de la comptabilité nationale. Le deuxième expert, Ronan Mahieu (Insee), a, quant à lui, délivré ses commentaires vus sous l'angle des constructeurs des comptes.

Gilbert Cette observe qu'après deux décennies de fluctuations autour d'un niveau stable, le taux de marge aux coûts des facteurs des sociétés non financières (SNF) connaît une forte baisse depuis 2008. En 2013, il a atteint un niveau comparable à ceux du milieu des années quatre-vingt. Cette baisse résulte pour l'essentiel de gains de productivité du travail plus faibles que la hausse du coût réel du travail. En outre, la contribution des termes de l'échange est marginale. Le taux d'épargne brut aux coûts des facteurs fluctue depuis la fin des années quatre-vingt autour d'un niveau stable. Son niveau en 2013 est comparable à celui des vingt-cinq dernières années. Depuis 2008, les différences entre les taux de marge et d'épargne s'expliquent par une baisse cumulée de l'impôt sur les sociétés et des revenus de la propriété nets versés en points de valeur ajoutée. La contraction des revenus de la propriété nets versés est due à celle des frais financiers et des dividendes. Les niveaux du taux d'investissement et du taux d'autofinancement observés au cours des années récentes, sont comparables à ceux des vingt-cinq dernières années.

Concernant le rapprochement des comptes entre nouvelle base (2010) et ancienne base (2005), Gilbert Cette observe que les évolutions du taux de marge sont assez semblables dans les deux bases notamment au cours des dernières années. Celles du taux d'épargne brute des sociétés non financières sont moins défavorables dans la nouvelle base. L'écart entre les observations des deux bases est dû à la dynamique des revenus de la propriété nets versés et des frais financiers versés, plus favorable en nouvelle base.

Si l'on compare maintenant l'évolution du taux d'endettement des entreprises non financières dans les principaux pays européens et aux États-Unis, on note que (cf. graphique 1)² : le taux d'endettement

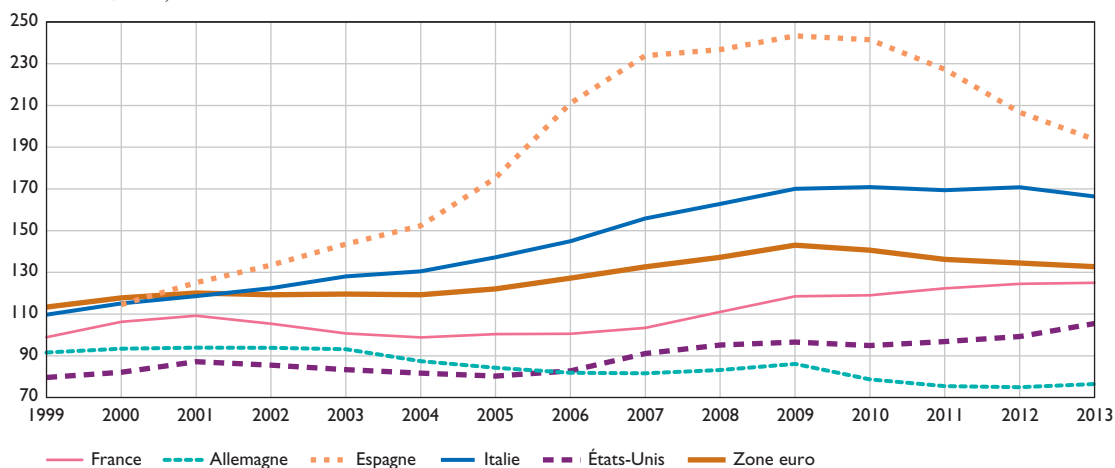
1 Cf. Banque de France, 2011, « Les entreprises après la crise », Bulletin de la Banque de France, n° 185, 3^e trimestre, p. 23-29

et Banque de France, 2013, « La situation financière des entreprises : une mise en perspective », Bulletin de la Banque de France, n° 194, 4^e trimestre, p. 55-62.

2 Cette (G.) et Villetelle (J.-P.), 2015, « Situation financière et financement des sociétés non financières françaises », Bulletin de la Banque de France, n° 199, 1^{er} trimestre.

Graphique I Taux d'endettement des sociétés non financières

(en % de la valeur ajoutée)



Source : Banque de France – direction générale des Statistiques.

a eu plutôt tendance à baisser en Allemagne (depuis quasiment 2003), ce qui met ce pays à un niveau d'endettement faible par rapport à celui de ses principaux partenaires; en Italie et en Espagne, le taux d'endettement a explosé avant de baisser (Espagne) ou de se stabiliser (Italie) au cours des deux dernières années; en France, après le creux du début des années deux mille, le taux d'endettement des entreprises non financières a constamment augmenté à partir de 2008 et converge maintenant vers le niveau moyen de la zone euro. Même si le taux d'endettement s'est plutôt inscrit dans une tendance haussière aux États-Unis, celui-ci reste inférieur aux taux correspondant à la zone euro, soumise aux dérapages observés notamment dans les pays périphériques et, dans une moindre mesure, à celui de la France.

Dans sa présentation, Ronan Mahieu a mentionné les principales sources de révisions effectuées dans la nouvelle base (base 2010) puis il a mis en perspective la situation financière des entreprises en ancienne (base 2005) et nouvelles bases à l'aide de certains agrégats macroéconomiques. Il a complété son analyse par une brève comparaison entre les situations des entreprises allemandes et françaises à travers les deux bases.

Concernant les sources des révisions, Ronan Mahieu a mis en exergue la mise en œuvre du SEC 2010 qui a été déclinée notamment sous trois angles : i) l'élargissement du périmètre des actifs (donc de l'investissement);

ii) la modification de la description des échanges de biens; iii) la modification du traitement des opérations des administrations publiques (APU). L'élargissement du périmètre des actifs corporels (systèmes d'armes ou de défense) et incorporels (recherche et développement – R&D –, bases de données) a pour conséquence un impact positif direct sur la valeur ajoutée des sociétés non financières *via* notamment la modification de la comptabilisation des actifs incorporels. Le changement de la description des biens échangés joue à la baisse sur le total des importations et des exportations, mais accroît les exportations de biens au détriment des exportations de services.

Enfin, pour ce qui concerne la modification du traitement des opérations des APU, on peut mentionner le fait que les crédits d'impôt sont traités en dépenses. Le passage de la base 2005 à la base 2010 a donné lieu à d'autres révisions non liées au SEC 2010. Il s'agit pour l'essentiel, de : la prise en compte de données actualisées de la statistique d'entreprises (Ésane); l'intégration dans les calculs de la comptabilité nationale de la nouvelle enquête de la Banque de France sur les échanges de services (ECEIS) comme source d'information, ce qui induit une révision en forte hausse des importations et exportations de services; la réévaluation de l'activité des ménages en services de logement; la modification de certaines méthodes de partage volume-prix (assurance-vie, services des télécommunications, etc.). Les révisions apparues dans les comptes en nouvelle base ont donc dépassé le cadre des recommandations du SEC 2010.

En prenant 2010 comme année de référence, Ronan Mahieu a rappelé que les révisions se sont soldées par une hausse du PIB de 3,2 % (soit 62 milliards d'euros environ) dont les trois quarts (2,4 %) sont liés au changement induit par la mise en œuvre du SEC 2010. Les révisions ont entraîné une hausse de la formation brute de capital fixe (FBCF) de 59,8 milliards d'euros (soit une contribution à la révision du PIB de 3,2 % en point). La FBCF est notamment revue sensiblement à la hausse dans les branches manufacturières, fortement consommatrices de R&D.

Il convient de noter que l'essentiel de la hausse induite par le SEC 2010 provient de la nouvelle façon de comptabiliser la R&D ; par ailleurs, le surcroît de la valeur ajoutée induite par le traitement de la R&D est affecté pour plus de 60 % (deux tiers) aux entreprises non financières. De manière plus précise, les changements ont entraîné une hausse de près de 4 % (36 milliards d'euros dont environ 28 milliards correspondant à la R&D) de la valeur ajoutée des sociétés non financières. Une grande partie de cette révision se retrouve dans la plupart des soldes des comptes des SNF (excédent brut d'exploitation, épargne, etc.)³.

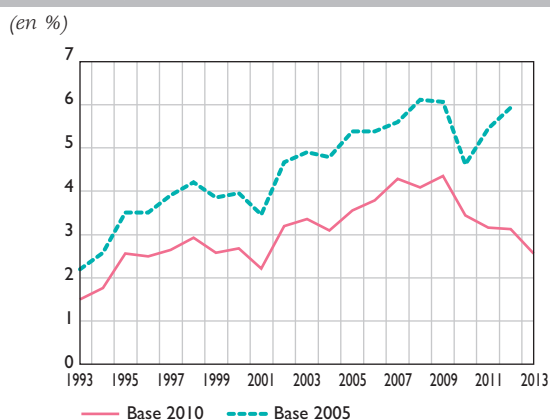
Les principales conclusions de Ronan Mahieu relatives aux taux de marge et d'épargne, sont similaires à celles exposées par Gilbert Cette dans son intervention. Concernant le taux d'autofinancement, l'orateur a fait remarquer que si les profils dans les deux bases sont similaires la plupart du temps, la fin de la période se caractérise par une divergence, l'image tirée de la base 2005 étant devenue encore plus préoccupante. Par ailleurs, du fait de la révision à la hausse de la valeur ajoutée des SNF et des révisions du niveau des dividendes nets versés, le ratio des dividendes nets sur la valeur ajoutée a affiché des profils quasi parallèles dans les deux bases depuis 1993 à l'exception des cinq dernières années (2008-2013) au cours desquelles une divergence nette est apparue. Ceci proviendrait des révisions effectuées sur les frais financiers et les dividendes versés par le reste du monde⁴.

La comparaison internationale de certains agrégats macroéconomiques, dont ceux relatifs aux entreprises, peut s'avérer délicate en raison, entre autres, des différences entre les sources comptables servant à établir ces agrégats dans les pays ainsi que celles du traitement des entreprises individuelles par exemple.

Il convient donc de garder cet élément en tête lorsque l'on analyse certains indicateurs (taux de marge, etc.) pour plusieurs pays. Toutefois, les variations plus que les niveaux des indicateurs, semblent pertinentes en termes de comparaison. Lorsque l'on rapproche les taux de marge des SNF allemandes et françaises, on note une relative similitude dans les évolutions. Les taux de marge des SNF allemandes sont largement au-dessus de ceux de leurs homologues français depuis environ deux décennies mais les inflexions coïncident plutôt dans la plupart des cas. Toutefois, à partir de 2010, la dégradation du taux de marge apparaît plus continue pour la France. Comme en France, en Allemagne, le taux de marge des SNF estimé en base 2010 est plus élevé que celui estimé en base 2005.

En conclusion, selon les deux orateurs, la situation financière des SNF françaises appréciée à l'aune des données exprimées en base 2010 apparaît un peu moins préoccupante que ce que les données en base 2005 ne laissent entrevoir. Pour eux, il ne s'agit pas non plus de verser dans un optimisme exagéré mais de porter un jugement moins pessimiste, donc source d'un espoir raisonnable, sur la situation des SNF françaises. Un point qui a fait l'objet de débats concerne l'utilisation d'autres indicateurs macroéconomiques, par exemple le taux de marge nette, qui peuvent conduire à des conclusions plus sombres. Gilbert Cette et Ronan Mahieu ont tous les deux réaffirmé leur confiance dans les indicateurs utilisés pour leurs exposés.

Graphique 2 Dividendes nets versés / valeur ajoutée des SNF



Source : Insee.

³ Le report de la hausse de la valeur ajoutée dans les soldes n'est cependant pas complet car l'actualisation Ésane a entraîné une hausse de la masse salariale.

⁴ On peut également signaler, selon Ronan Mahieu, que le commerce extérieur a été affecté notamment par l'introduction de l'enquête ECEIS de la Banque de France. Quant au SEC 2010, son influence sur le commerce extérieur s'est en particulier révélée à travers la comptabilisation du négoce international.

2| Structure de financement des entreprises françaises

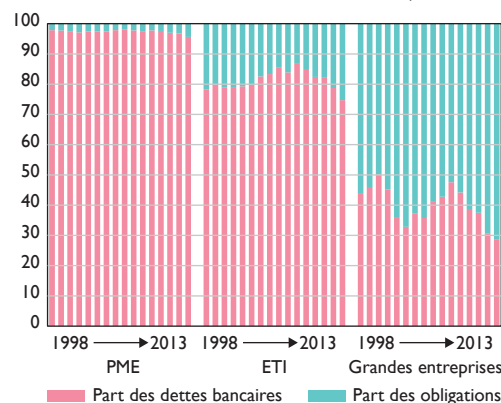
La deuxième session, présidée par Gilles Vaysset (Banque de France), était consacrée à l'analyse de la structure de financement des entreprises françaises menée à partir de données individuelles d'entreprises. Deux points de vue ont été croisés : celui issu de l'analyse statistique de l'échantillon d'entreprises recensées dans la base FIBEN de la Banque de France, et celui issu de l'échantillon plus réduit des entreprises soutenues par l'action de la Banque publique d'investissement (Bpifrance).

Jean-Pierre Villetelle (Banque de France), a présenté la structure de financement des entreprises et son évolution sur la période 1998-2012, avec une distinction par taille des entités au sens de la loi de modernisation de l'économie (LME). L'ensemble des ressources de financement était ici défini par les fonds propres – distinguant capitaux propres d'une part, amortissements et provisions d'autre part – et de l'endettement financier au sens strict (endettement bancaire et endettement obligataire). Concernant les capitaux propres, deux constats principaux ont été faits : leur part dans l'ensemble des ressources est assez similaire entre les différentes tailles d'entreprises, y compris s'agissant des petites et moyennes entreprises (PME) ; cette part a eu tendance à augmenter sur la période sous revue. La part des capitaux propres dans l'ensemble des ressources des entreprises était de 32 % en 1998 (30 % pour les grandes entreprises – GE – et 33 % pour les PME) et 37 % en 2013 (37 % pour les grandes entreprises et 40 % pour les PME). Les oppositions entre tailles d'entreprises sont plus fortes en ce qui concerne la part des amortissements et provisions : la part de cette forme de fonds propres dans le total des ressources tend à diminuer mais excède 40 % pour les GE sur l'ensemble de la période (45 % en 2002-2003, 41 % en 2013) mais reste toujours en deçà de cette valeur pour les PME (39 % en 1998, 35 % en 2013). Les oppositions sont également fortes concernant la part de l'endettement financier (au sens strict), mais en sens inverse : la part pour les PME est plus forte (25 % en 2013) comparée à celle des GE (20 % la même année).

La structure de l'endettement financier est, quant à elle, bien connue : les PME dépendent presque exclusivement du financement bancaire, dans un rapport très stable,

Graphique 3 Structures des dettes financières par taille d'entreprise

(en % du total des dettes financières, au sens strict)



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.

Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

de l'ordre de près de 98 %, alors que, pour les GE, cette part est beaucoup plus fluctuante et n'excède jamais 50 % depuis la fin des années quatre-vingt-dix. Elle se situe à 30 % en 2013 (cf. graphique 3).

La situation des entreprises de taille intermédiaires – ETI – est plus proche de celle des PME que de celle des grandes entreprises. La part du financement bancaire est largement majoritaire (80 % de leur endettement financier) et assez stable : l'augmentation de cette part à près de 85 % au cours des années deux mille a été gommée depuis le début de la crise financière. On voit donc que cette catégorie d'entreprises n'a pas encore acquis la capacité d'arbitrage des grandes entreprises vis-à-vis des sources de crédit.

Par ailleurs, les ETI se distinguent aussi des autres catégories d'entreprises par un taux d'investissement structurellement plus élevé (autour de 25 %, contre moins de 20 % pour les PME et entre 20 et 25 % pour les grandes entreprises). L'effort relatif d'investissement de cette catégorie d'entreprise est donc important, de même que l'effort financier à consentir. Mais surtout, les ETI ont un besoin de fond de roulement d'exploitation qui représente plus de trente jours de chiffre d'affaires, alors qu'il est nul, voire négatif, depuis quelques années pour les grandes entreprises, leurs dettes fournisseurs étant supérieures aux créances clients qu'elles consentent. Les ETI ont donc des besoins spécifiques de financement, tant à court terme qu'à long terme. Or, dans l'anticipation des difficultés que pourrait éprouver le système bancaire à répondre à ces besoins dans un contexte

prudentiel plus contraint, ces entreprises doivent pouvoir se tourner vers des financements de marché, comme le font déjà les grandes entreprises.

À court terme, sur des échéances de un jour à un an et pour un montant minimal de 150 000 euros, les billets de trésorerie se présentent comme un outil de financement flexible, avec une rémunération libre (taux fixe, taux variable ou taux structuré), pouvant être placés auprès d'investisseurs institutionnels et d'autres entreprises avec excédent de trésorerie. Pour le moyen-long terme, les opérations de placements privés (euro-PP), donnent la possibilité aux entreprises cotées en bourse ou non, notées ou non, de trouver des financements auprès d'un nombre limité d'investisseurs institutionnels (entreprises d'assurance-vie notamment), ayant vocation à garder la créance jusqu'à sa maturité. Ces instruments de financements, en permettant aux ETI de diversifier leurs sources de financement, fournissent aussi des outils de rationalisation de leur structure financière et d'allongement de la maturité de leur dette. C'est pourquoi la Banque de France s'est engagée avec l'ensemble de la Place de Paris à promouvoir ces modes alternatifs de financement.

Annie Geay (Bpifrance), a tout d'abord rappelé la structure et les missions de la Banque publique d'investissement (Bpifrance). Née en 2012 du rapprochement d'OSEO, de CDC Entreprises, du Fonds stratégique d'investissement (FSI) et du FSI Régions, elle est en particulier chargée d'accompagner la croissance des entreprises, de préparer la compétitivité de demain et de contribuer au développement d'un écosystème favorable à l'entrepreneuriat. Elle finance les entreprises, en crédit, en garantie et en fonds propres. Différentes phases de la vie des entreprises sont ainsi soutenues, de l'amorçage jusqu'à la transmission, en passant par la cotation en bourse et le développement de projets d'innovation et à l'international. En 2013, l'action de Bpifrance a permis de mobiliser par effet de levier 18 milliards d'euros. Elle intervient auprès de populations d'entreprises spécifiques. En nombre, ce sont majoritairement des très petites entreprises – TPE – (à 70 %, contre 26 % de PME et 4 % d'ETI). Cependant, les TPE ne mobilisent que 27 % des montants de financement, contre 52 % pour les PME et 21 % pour les ETI.

À côté de ses missions principales, Bpifrance met en œuvre des mesures spécifiques de politique publique en matière d'aide au financement des entreprises.

Ainsi, à partir de 2008, pour répondre à la crise financière, l'État a mis en place un plan de soutien, puis de relance de l'économie. Parmi les différentes mesures, l'État souhaitait créer une incitation pour les banques à s'engager sur la durée auprès des entreprises. À cette fin, OSEO a été doté de deux nouveaux fonds de garantie des crédits bancaires afin de répondre aux urgences de trésorerie : l'un permettant aux entreprises de bénéficier de lignes de crédits confirmées et l'autre encourageant la transformation des crédits bancaires court terme en crédit à moyen terme.

Voté en 2012 et mis en place en 2013, le Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (ou CICE) est une autre mesure faisant intervenir Bpifrance. Dans l'attente du bénéfice de cette mesure, les entreprises peuvent la préfinancer. Le préfinancement porté par Bpifrance peut prendre deux formes : un crédit de trésorerie immédiat jusqu'à 85 % du CICE anticipé financé par Bpifrance pour une durée d'un an maximum, ou une garantie de Bpifrance couvrant jusqu'à 50 % du risque du préfinancement du CICE accordé par la banque de l'entreprise. En 2009 et 2010 avec le plan de relance et en 2013 avec le préfinancement du CICE, le nombre d'interventions augmente (+ 17 % en 2013) et la population d'entreprises faisant appel à Bpifrance se modifie au profit d'entreprises plus matures. En particulier en 2013 avec le préfinancement du CICE, la part des ETI s'accroît. Les interventions spécifiques de Bpifrance bénéficient à des populations d'entreprises également spécifiques. Pour les garanties de renforcement de trésorerie et le préfinancement du CICE, les entreprises qui y font appel ont une solvabilité plus faible, comparée à l'ensemble des entreprises cotées par la Banque de France (dans plus de 65 % des cas cette solvabilité est faible, contre 45 % de l'ensemble des entreprises cotées). Inversement, concernant les prêts de développement, les cofinancements et les aides à l'innovation, les entreprises disposant d'une cotation de qualité sont surreprésentées à Bpifrance (entre 20 et 40 % des cas, contre moins de 20 % dans l'ensemble des cotes Banque de France). Si cette analyse ne peut pas être un diagnostic valant pour l'ensemble des entreprises en France, puisqu'il ne concerne que celles faisant appel aux dispositifs de Bpifrance, il est intéressant de constater que les interventions de cette banque publique se font de plus en plus au profit des ETI, soit parce que cette catégorie d'entreprises est celle qui se porte le plus vers les outils de financement de l'innovation, soit parce qu'elle se trouve également la plus concernée par le préfinancement du CICE.

3| Quels financements externes des entreprises françaises à l'automne 2014 ?

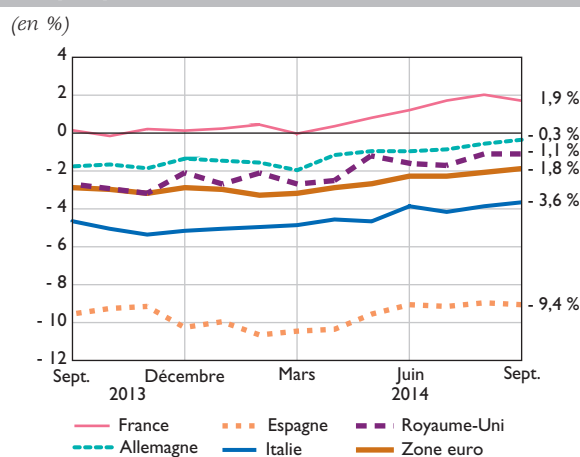
La troisième session de cette conférence, présidée par Jacques Fournier (Banque de France), était consacrée à un panorama des sources externes de financement des entreprises françaises à l'automne 2014, illustré notamment à partir des données provenant des services de la direction des Statistiques monétaires et financières et complété par le point de vue d'un groupe bancaire, en l'occurrence BPCE.

3| I Désintermédié pour les grandes entreprises, le financement externe reste moins diversifié pour les autres

Selon Delphine Moreau et Philippe Jeannel (Banque de France), en septembre 2014, la progression de l'endettement des sociétés non financières ressort à 5 % en rythme annuel, tirée par la croissance des financements de marché qui a été systématiquement supérieure à 4 % depuis deux ans. Les marchés ont apporté 80 % des financements externes nouveaux des entreprises françaises au cours de l'année passée. Ils bénéficient essentiellement aux grandes entreprises à des taux en forte baisse en 2014, même si celles-ci disposent en permanence de lignes de crédit susceptibles de venir compléter les financements déjà mobilisés. Les sociétés non financières françaises soutiennent la dynamique des émissions de titres dans la zone euro. Elles ont ainsi effectué près de 60 % des émissions nettes de la zone euro de juin 2013 à juin 2014.

On constate par ailleurs une diversification des sources de financement externe, les entreprises françaises ayant accès à des financements privés, y compris sur des places étrangères comme les États-Unis ou l'Allemagne. Des entreprises de taille intermédiaire y ont recours. La réforme du code des assurances conduite à l'été 2013 a élargi les possibilités d'octroi de crédits par les assureurs, qui ont par exemple la capacité de financer les entreprises françaises par l'acquisition de titres de fonds de titrisation dédiés à des prêts à l'économie. De façon plus large, la titrisation de crédits

Graphique 4 Taux de croissance annuel des crédits

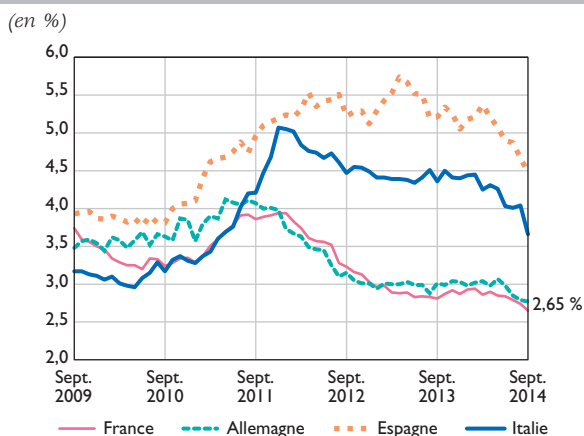


Source : Banque de France – direction générale des Statistiques.

bancaires accordés à des entreprises permet de leur conférer une valeur de liquidité. Ainsi, les bilans des véhicules de titrisation résidents intègrent aujourd'hui près de 10 milliards d'encours de créances à des sociétés non financières. Ces dispositifs permettent à des entreprises de taille moyenne de diversifier leurs sources de financement. Dans l'ensemble, le financement bancaire reste néanmoins prépondérant pour les sociétés non financières de taille moyenne.

À cet égard, les banques ont largement accompagné les besoins de financement exprimés par les entreprises françaises. Les crédits croissent en France à des rythmes plus favorables que dans les autres grands pays européens (cf. graphique 4). Sur longue période, l'évolution globale des encours résulte de la combinaison d'une progression continue des crédits d'investissement et de fluctuations assez heurtées des crédits de trésorerie. Au cours des deux dernières années, on avait observé une contraction continue des crédits de trésorerie qui entraînait une stagnation d'ensemble. Depuis mars 2014, cette décroissance est moins rapide et une stabilisation est intervenue en juillet. En raison d'une légère accélération de la croissance des crédits d'investissement, la variation de l'ensemble des crédits aux entreprises est ainsi redevenue positive depuis avril 2014. Tirés en particulier par l'investissement immobilier, les crédits aux très petites entreprises progressent plus nettement. Pour les crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros, le coût des financements bancaires est historiquement bas en France. Pour les crédits d'un montant inférieur à 1 million d'euros, la tendance est également à la baisse, de manière continue depuis 2011 (cf. graphique 5).

Graphique 5 Taux des crédits inférieurs à 1 million toutes durées



Source : Banque de France – direction générale des Statistiques.

Les enquêtes trimestrielles menées par la direction des Enquêtes et Statistiques sectorielles auprès des PME sur leur accès au crédit mettent en évidence une demande faible pour les crédits de trésorerie (7 %) et modérée pour les crédits d'investissement (20 %). Cette demande apparaît largement satisfaite au fil des trimestres avec des taux de satisfaction passant respectivement de 71 % à 77 % pour les crédits de trésorerie et de 89 % à 92 % pour les crédits d'investissement entre le deuxième et le troisième trimestre 2014, soit les niveaux de satisfaction les plus élevés depuis le début de l'enquête il y a deux ans.

3 | 2 Le point de vue d'un groupe bancaire

Dans son intervention, Dominique Garabiol, (groupe BPCE) a mentionné qu'avec un encours de 180 milliards d'euros de crédits, le groupe BPCE représente en France 19 % des financements bancaires aux entreprises. Il accorde également ponctuellement des financements sous forme de capitaux propres. La politique d'octroi du groupe ne fixe pas de contraintes quantitatives en fonction de la réglementation prudentielle⁵. Elle s'appuie sur des facteurs économiques et des critères d'analyse de la situation financière des entreprises en leur proposant

des solutions de financement appropriées à leur profil, incluant le recours aux émissions de titres. Les risques sont couverts par la mise en place de garanties matérielles et par le biais de sociétés de caution mutuelle privilégiées et non par le niveau du taux, son augmentation représentant, selon l'établissement, un facteur endogène de risque. Le groupe BPCE constate que le taux de risque sur les très petites et les petites et moyennes entreprises est important mais prévisible, ce qui est pris en compte dans la nature des garanties associées au crédit lors de son octroi. Le montage des dossiers de crédits fait donc l'objet d'une attention particulière, les « bons » risques faisant l'objet d'une exigence en fonds propres plus faible compte tenu de la réglementation prudentielle. La matérialité de l'actif financé ainsi que la soutenabilité de la dette (ratio dette nette/excédent brut d'exploitation) sont deux critères d'instruction particulièrement discriminants.

En termes d'évolutions de la demande, le groupe BPCE constate un recul des crédits aux grandes entreprises au profit des solutions de marché. La participation à des opérations de *Leveraged buy-out* (LBO) et à des syndications a sensiblement diminué. La demande de crédit bancaire des très petites entreprises progresse alors que celle des moyennes entreprises se tasse. La part des encours de crédits immobiliers dans la structure des crédits a augmenté récemment, passant de 39,9 % au dernier trimestre 2012 à 42,7 % du total des crédits accordés au troisième trimestre 2014. Cette hausse traduit à la fois un effet prix et une tertiarisation du profil des entreprises demandant un crédit bancaire. Compte tenu des taux moyens et des prix de l'immobilier d'entreprise constatés actuellement, le niveau d'endettement des entreprises françaises clientes du groupe BPCE reste soutenable.

En ce qui concerne le crédit à court terme, les découverts autorisés non confirmés ont pris une place importante dans la gestion des tensions ponctuelles de trésorerie. Il s'agit d'une période limitée à trois mois par la jurisprudence où la banque couvre le besoin de trésorerie tout en ayant la possibilité de dénoncer l'autorisation sans préavis légal. Enfin, le groupe BPCE promeut l'affacturage auprès des très petites, petites et moyennes entreprises en proposant une offre « à la carte » de services connexes.

⁵ Les conditions de crédit sont toutefois susceptibles d'être modifiées par un établissement en raison de nouvelles mesure réglementaires ou prudentielles. Par exemple, certaines politiques tarifaires, comme la fixation des taux d'intérêt, intègrent le coût en capital ou en liquidité d'un crédit.

4| Quelques points saillants tirés des discussions de l'atelier de travail

Les conclusions et la mise en perspective des résultats des travaux ont été réalisées par Éric Dubois (Insee). Dans un premier temps, il a souligné que, que ce soit en nouvelle ou ancienne base, on observe une baisse du taux de marge brute des SNF en France. Selon lui, la baisse est d'autant plus significative qu'elle fait suite à une séquence d'une vingtaine d'années pendant laquelle le taux de marge était quasi stable. Ceci peut faire penser que l'économie française avait atteint un palier correspondant à un taux de marge d'équilibre. D'où les inquiétudes que peut susciter le décrochage du taux de marge observé aujourd'hui.

Éric Dubois a attiré l'attention de l'assistance sur un deuxième élément clé de l'analyse de la situation financière des entreprises. Ce point concerne les comparaisons internationales des indicateurs. Selon lui, plusieurs facteurs peuvent biaiser les comparaisons des indicateurs tels que le taux de marge ou le taux d'épargne des entreprises : différences de structures juridiques affectant la distinction entre sociétés et entreprises individuelles, composition en taille des entreprises, nature des sources – comptables ou enquêtes – servant à établir les statistiques relatives aux entreprises, etc. De ce fait, il est souvent affirmé, à juste titre, que les différences de niveaux entre pays devraient être prises avec grande précaution et nuancées. Mais, ce qui est moins souvent compris, c'est que les tendances de ces indicateurs peuvent également poser des problèmes, car les différences qui affectent les niveaux peuvent aussi affecter les tendances (cas par exemple du poids des entrepreneurs individuels). Par ailleurs, les tentatives d'explication combinant les variations des salaires réels avec l'évolution de la productivité des facteurs et un effet terme de l'échange, comme dans le cas français, peuvent présenter plusieurs variantes selon les pays. Au total, comparer les indicateurs de santé financière des entreprises d'un pays à l'autre n'est pas aisé.

Par ailleurs, Éric Dubois a fait observer que la productivité globale des facteurs affiche depuis la crise plutôt une tendance au ralentissement sauf

dans de très rares pays comme l'Espagne. Même si l'on peut considérer que ce ralentissement est en partie cyclique, l'orateur considère qu'avec le recul croissant dont on dispose par rapport à la crise, une part de ce ralentissement apparaît de plus en plus probablement structurelle. Ainsi, même s'il semble très probable aujourd'hui que l'économie française enregistre aujourd'hui un *output gap* négatif, il semble également qu'elle soit affectée d'une perte durable, du niveau mais aussi du taux de croissance, de son PIB potentiel.

Un autre phénomène qui affecte la situation des entreprises et, plus généralement, l'économie française, est la tendance des salaires réels à s'ajuster imparfaitement à tout ralentissement de la productivité. Par rapport à leur ajustement habituel à un ralentissement de la productivité, les salaires réels seraient même apparus plus dynamiques qu'attendu. Selon les analyses menées à l'Insee, cette bonne tenue inattendue des salaires ne serait pas imputable à des effets de composition, ni à une rigidité à la baisse des salaires nominaux. Aussi est-on conduit à ce stade à émettre des hypothèses pour tenter de prévoir les évolutions à venir du taux de marge.

La première consiste à remettre en cause le fait que le taux de marge stable observé auparavant corresponde à son niveau d'« équilibre ». Il est possible d'admettre cette hypothèse mais, au vu de la stabilité déjà mentionnée du taux de marge à un niveau plus élevé sur la période antérieure, elle n'est sans doute pas la plus probable. Le retour au niveau antérieur du taux de marge pourrait résulter « spontanément » des effets conjoints du CICE et de négociations salariales qui intégreraient le nouveau régime de productivité. Cette hypothèse est aussi recevable mais il n'est pas garanti que cela suffise. Une troisième hypothèse est alors que cet ajustement se fasse en partie *via* une hausse supplémentaire du chômage qui pèserait sur les salaires : c'est par ce mécanisme que, au début des années quatre-vingt, s'était amorcé le redressement du taux de marge des entreprises, qui avait alors atteint un point bas suite aux deux chocs pétroliers et au ralentissement de la productivité qui les avait accompagnés. De tels enchaînements ne sont évidemment pas certains, mais ils sont clairement à redouter.

Surévaluation et rentabilité des biens immobiliers en zone euro : l'apport des données en euros par mètre carré

Marine DUJARDIN, Anna KELBER et Antoine LALLIARD

Direction de la Stabilité financière

Service Macro-Finance

La détection de phénomènes de bulles de prix dans le secteur immobilier, c'est-à-dire de surévaluation des biens immobiliers par rapport à leur valeur fondamentale, est un enjeu de stabilité financière. En effet, la correction brutale de ces bulles peut être un facteur significatif de déstabilisation du système financier et de l'économie réelle.

Les prix immobiliers et le ratio prix sur loyer font partie des indicateurs fréquemment utilisés pour identifier les anomalies de valorisation dans le secteur immobilier résidentiel, sous l'angle de la rentabilité des biens immobiliers. Cependant, en raison notamment de l'indisponibilité de données historiques de prix immobiliers et de loyers moyens en euros par mètre carré, les analyses quantitatives se fondent habituellement sur des données exprimées en indices. Une telle approche est certes utile pour apprécier l'évolution du secteur immobilier pour chaque pays pris isolément, mais elle ne permet pas de quantifier les niveaux de valorisation effectivement atteints ni d'établir des comparaisons internationales objectives.

La présente étude construit, pour cinq pays de la zone euro (France, Allemagne, Belgique, Espagne et Italie), une approximation de séries historiques de prix de l'immobilier résidentiel et de ratios prix sur loyer, fondée sur des données en euros par mètre carré.

Cette construction ainsi que le calcul d'un indicateur simple de rentabilité immobilière apportent un éclairage nouveau sur les évolutions qu'ont connues les secteurs immobiliers des cinq pays considérés. Si la France présente un prix moyen au mètre carré supérieur à celui de ses principaux voisins de la zone euro, le niveau du ratio de tension prix sur loyers y est en réalité moins élevé que dans les quatre autres pays considérés, contrairement à ce qu'indiquent généralement les analyses en indices. À la fin des années quatre-vingt-dix, le marché immobilier résidentiel français était particulièrement rentable, avec des loyers élevés par rapport aux prix des biens ; l'appréciation rapide des prix d'achat pendant les années deux mille pourrait être interprétée comme un phénomène de convergence avec les pays voisins, marqué par une baisse de la rentabilité. Dans les cinq pays de notre panel, les prix immobiliers apparaissent beaucoup moins dispersés qu'avec une analyse en indices, et les taux de rentabilité immobilière, autrefois très divers, seraient aujourd'hui très proches.

Mots clés : prix immobiliers, prix d'actifs, bulle immobilière, rentabilité d'actifs, stabilité financière, indices de prix, méthodes statistiques

Codes JEL : C10, C43, E31, G12, R31

En raison de son rôle parfois majeur dans la survenance de crises financières et économiques, comme au Japon à la fin des années quatre-vingt ou aux États-Unis lors de la crise des *subprime* en 2007, le secteur immobilier fait l'objet d'une surveillance attentive de la part des institutions en charge de la stabilité financière. Dans ce contexte, la croissance exceptionnelle des prix de l'immobilier résidentiel dans certains pays européens, comme en France où les prix ont été multipliés en moyenne par 2,5 entre 1996 et 2013, amène à s'interroger sur l'existence de bulles de prix immobiliers résidentiels, c'est-à-dire de phénomènes de surévaluation des biens immobiliers par rapport à leur valeur fondamentale. La correction brutale des bulles de prix dans le secteur immobilier, en réduisant la richesse des ménages et en freinant l'activité dans le secteur de la construction, est en effet un facteur significatif de déstabilisation du système financier et de l'économie réelle.

Parmi les indicateurs souvent retenus par les autorités en charge de la stabilité financière afin de mesurer le risque de « surchauffe » dans le secteur immobilier figurent les prix immobiliers eux-mêmes et le ratio prix sur loyer. Cependant, ces indicateurs sont généralement calculés sur la base de séries en points d'indices, qui sont rapportées à une année de référence choisie de façon discrétionnaire. Si une telle approche est utile pour apprécier l'évolution du secteur immobilier pour chaque pays pris isolément, elle ne permet pas de quantifier les niveaux de valorisation effectivement atteints en unités interprétables, telles qu'euros par mètre carré, ni d'établir des comparaisons internationales pertinentes.

La présente étude propose de reconstruire les séries historiques de prix de l'immobilier résidentiel et de ratios prix sur loyer pour cinq pays européens (France, Allemagne, Belgique, Espagne et Italie), en utilisant les prix et loyers en euros par mètre carré et non en points d'indices. Cette méthode simple apporte un éclairage nouveau sur la question de la sur ou sous-évaluation des prix immobiliers résidentiels, en complétant les analyses fondées sur les séries en points d'indices. Elle permet également de calculer explicitement les taux de rentabilité immobilière nominale et réelle, et de suggérer que l'évolution récente des prix immobiliers résidentiels pourrait être en partie expliquée par la dynamique de la rentabilité financière des biens immobiliers.

I | L'approche par les indices et ses limites

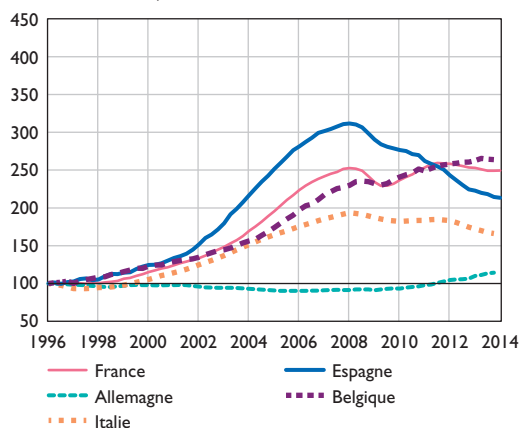
Une comparaison de l'évolution des indices de prix permet de dresser des premiers constats quant à la soutenabilité de l'évolution des secteurs immobiliers en France, en Allemagne, en Belgique, en Espagne et en Italie.

III | Évolution comparée du secteur immobilier : une forte croissance des prix immobiliers depuis 20 ans, excepté en Allemagne

Depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, les indices de prix immobiliers résidentiels ont connu une forte croissance en Belgique, en Espagne, en France et en Italie, malgré une période de correction entamée au moment de la crise de 2007-2008. Entre début 1996 et fin 2013, l'indice des prix immobiliers a été multiplié par 2,6 en Belgique, 1,6 en Italie, 2,5 en France et 2,2 en Espagne (cf. graphique 1). Si, en 2013, les indices de prix immobiliers sont plus élevés qu'en 1996 dans ces quatre pays, la trajectoire des prix diffère sur l'ensemble de la période. En Belgique, la croissance a été quasi continue depuis le milieu des années quatre-vingt-dix. Au contraire, l'Italie et l'Espagne ont connu une baisse de leurs indices de prix immobiliers depuis 2007-2008, particulièrement

Graphique 1 Évolution des indices de prix immobiliers dans les cinq pays du panel

(base 100 au T1 1996)



Sources : OCDE, Insee, calculs des auteurs.

marquée pour l'Espagne (– 30 % entre 2007 et 2013). En France, après un creux en 2007-2008, l'indice des prix immobiliers a retrouvé son niveau d'avant-crise. Dans ce panorama, l'Allemagne fait figure d'exception. Les prix immobiliers ont été relativement stables sur la période 1996-2013, avec une hausse totale limitée à 14 % et une absence de réaction à la crise de 2007-2008.

Ces constats, fondés sur l'évolution des indices de prix immobiliers, confirment les conclusions de la littérature économique sur le sujet. Grjebine (2014), par exemple, montre que dans l'OCDE la globalisation des marchés et la déréglementation financière ont favorisé une évolution relativement synchrone de la plupart des marchés immobiliers depuis 1985. Il souligne en particulier l'absence de déréglementation financière en Allemagne à partir du début des années quatre-vingt, qui expliquerait l'atonie des prix immobiliers allemands dont le cycle ne semble pas en phase avec le cycle global.

I | 2 Quels sont les facteurs explicatifs généralement avancés ?

L'évolution des prix immobiliers peut être analysée en identifiant un ensemble de déterminants fondamentaux, qui sont à la fois économiques et financiers.

Sous l'angle économique, les prix immobiliers peuvent être expliqués par un déséquilibre entre l'offre et la demande de logement. Ainsi, une offre de logement en quantité ou qualité insuffisante pour répondre à une demande forte tend à faire augmenter les prix de l'immobilier. Parmi les déterminants de la demande de logement à long terme figurent le revenu disponible des ménages, l'offre de crédit bancaire, les facteurs démographiques tels que le taux de croissance de la population et des ménages ainsi que la part relative des ménages âgés et jeunes dans la population, les politiques fiscales pérennes visant à favoriser l'accession à la propriété et le niveau moyen des taux d'intérêt (Tsatsaronis et Zhu, 2004 ; André, 2010). L'inflation et la croissance de la masse monétaire jouent également un rôle (Agnello, Schuknecht, 2009). L'offre à long terme réagit quant à elle aux coûts des terrains et à leur disponibilité, aux coûts de construction, ainsi qu'aux investissements visant à améliorer la qualité du stock immobilier existant. À court terme, des facteurs nationaux spécifiques peuvent avoir un impact sur la croissance du stock immobilier et donc sur l'offre

de logements. Il s'agit en particulier des conditions de financement pour l'achat des biens immobiliers et des politiques fiscales conjoncturelles.

Sous l'angle financier, les biens immobiliers sont généralement appréhendés par leur rentabilité. En effet, ils génèrent des revenus réguliers sous forme de loyers et peuvent faire l'objet d'arbitrages, c'est-à-dire d'opérations financières ayant pour but de tirer profit des écarts de prix et de rendements constatés entre différents marchés immobiliers nationaux ou entre différentes classes d'actifs. Une partie des variations des prix immobiliers peut dès lors être expliquée par des comportements d'optimisation de la part d'investisseurs soucieux de tirer le meilleur revenu de leurs investissements.

Cependant, il est difficile de recenser ces déterminants fondamentaux de façon exhaustive, ce qui peut biaiser le diagnostic de sur ou sous-évaluation des prix immobiliers. Le constat de surévaluation dépend beaucoup du type de déterminants fondamentaux inclus dans les modèles d'évaluation. Par exemple, Antipa et Lecat (2009), qui étudient les facteurs fondamentaux de hausse des prix immobiliers en France et en Espagne à l'aide d'un modèle à correction d'erreur, montrent que l'introduction d'une mesure de la capacité d'emprunt des ménages peut réduire le niveau de surévaluation estimé de manière sensible.

Compte tenu de la difficulté d'expliquer les prix de l'immobilier par un ensemble de facteurs fondamentaux, l'un des moyens d'évaluer la soutenabilité de ces évolutions consiste à examiner les tendances des indices de prix et à comparer, entre pays, ces évolutions temporelles. Sous l'angle de la rentabilité, ces comparaisons concernent souvent le ratio prix sur loyer. La Banque centrale européenne (BCE) et le Comité européen du risque systémique (CERS), en particulier, ont recours à cette mesure, entre autres indicateurs, pour identifier les cycles de prix immobiliers et apprécier la sur ou sous-évaluation des prix immobiliers (BCE, 2013 ; Corradin, Fontana, 2013).

Ce ratio, qui rapporte le prix de l'actif immobilier au loyer qu'il génère, peut en effet permettre d'identifier d'éventuelles bulles de prix de l'immobilier. Il mesure à la fois l'opportunité relative, pour un occupant, d'acheter ou de louer son logement et, de façon indirecte, la rentabilité d'un placement locatif. En ce sens, un ratio trop élevé diminue les incitations

des occupants à acheter le bien immobilier dans lequel ils vivent, car lorsque les prix d'achat croissent plus vite que les prix à la location, il devient relativement moins coûteux de louer un bien immobilier que de l'acheter. Il décourage également l'investissement locatif, les revenus tirés des loyers étant alors trop faibles par rapport à la valeur d'acquisition du bien immobilier.

I | 3 Les conclusions de l'étude des prix et des ratios prix sur loyer exprimés en indices sont incomplètes

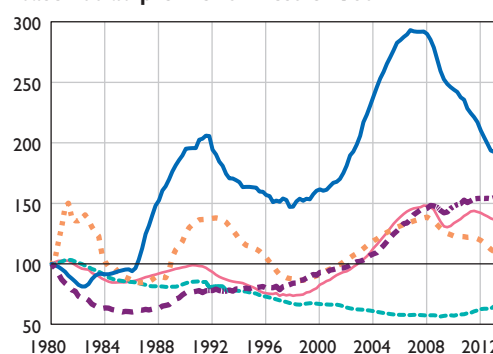
Les séries historiques de prix immobiliers et de ratios prix sur loyer majoritairement utilisées sont des séries en point d'indice, notamment parce que celles-ci sont accessibles plus facilement. En effet, les instituts nationaux de statistique (INS) ne publient habituellement pas de séries de relevés de prix immobiliers résidentiels ou de loyers moyens. Ils expriment directement les taux de croissance par des séries d'indices de prix.

Ainsi, la méthodologie fréquemment utilisée pour le calcul du ratio prix sur loyer consiste à recourir aux indices de prix de l'immobilier à l'achat au numérateur et aux indices de prix de l'immobilier à la location au dénominateur. Or, les conclusions qu'il est possible de tirer des seules séries en point d'indice sont limitées. Par exemple, le calcul de ce ratio à partir des indices en base 100 en 1990 pour la France, l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne et l'Italie fait apparaître des écarts significatifs et croissants entre ces pays de 1980 à fin 2013 (cf. graphique 2b). Les niveaux élevés des ratios prix sur loyer pour la France, la Belgique, l'Italie et l'Espagne semblent accréditer l'idée de tensions importantes sur les marchés immobiliers nationaux, tandis qu'en Allemagne la tension paraît durablement contenue, le ratio prix sur loyer présentant un niveau relativement stable sur la période. Cependant, le classement des pays en fonction du degré de tension ainsi que les ordres de grandeur relatifs entre les pays se révèlent très dépendants de l'année de base retenue pour le calcul des indices. En prenant comme référence l'année 1980, l'Espagne paraît isolée, avec un ratio prix sur loyer pour l'année 2013 de 190, tandis que la Belgique, la France et l'Italie se situent à des niveaux compris entre 100 et 160 à la même date, et que l'Allemagne affiche un ratio plus faible, proche de 70 (cf. graphique 2a). En calculant les ratios en base 100 en 2000 (cf. graphique 2c), les

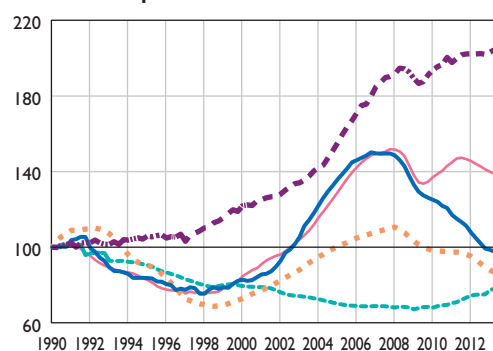
constats sont encore différents. En 2013, les ratios de la Belgique et de la France sont très proches et apparaissent comme les plus élevés du panel, entre 160 et 170, tandis que l'Italie et l'Espagne semblent converger vers un niveau de 120. L'Allemagne continue d'afficher un ratio relativement stable sur la période et proche de 100 en 2013.

Graphiques 2 Ratio prix sur loyer

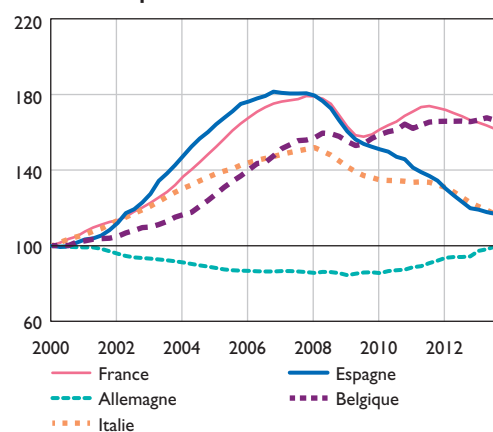
a) en base 100 au premier trimestre 1980



b) en base 100 au premier trimestre 1990



c) en base 100 au premier trimestre 2000



Sources : OCDE, calculs des auteurs.

Ces exemples illustrent les limites d'une approche fondée uniquement sur les séries en indice. Une telle approche permet certes d'étudier la dynamique des prix et des ratios, les niveaux étant exprimés en proportion de ceux constatés à une date de référence. Cependant, rapporter ainsi les prix, comme les ratios prix sur loyer, à une même date pour l'ensemble des pays suppose qu'ils soient absolument comparables entre eux à cette date, en d'autres termes qu'ils aient tous atteint, de façon synchrone, une situation de référence (ou d'équilibre). Cela est rarement vérifié, ce qui fait obstacle à la comparaison directe de l'ensemble des valeurs prises ensuite par ces variables pour chaque pays. En outre, exprimer les niveaux de prix en déviation par rapport à l'année de référence rend difficile l'appréciation de la sur ou sous-évaluation des prix immobiliers. En effet, un pays dont les prix immobiliers nominaux seraient particulièrement bas en début de période pourrait voir ses prix s'ajuster à la hausse pour converger vers leur niveau d'équilibre, ou vers le niveau des prix des autres pays. En s'appuyant uniquement sur le constat d'une croissance forte des indices de prix, ce phénomène pourrait être identifié, à tort, comme un signe de surévaluation. À l'inverse, un pays dont les niveaux de prix nominaux seraient

particulièrement élevés en l'année de référence et convergeraient à la baisse vers l'équilibre, serait indûment perçu comme étant en situation de sous-évaluation en recourant à l'approche par les indices.

2| L'approche par les prix et loyers en euros par mètre carré

Afin d'étudier la question de la sur ou sous-évaluation des prix immobiliers résidentiels sous un angle différent, nous proposons de reconstituer, pour les cinq pays du panel, les séries de prix immobiliers résidentiels et de ratio de tension prix sur loyer, sur la base de prix en grandeurs explicites (cf. encadré 1), c'est-à-dire en exprimant les prix immobiliers en euros par mètre carré (euros/m²), et le ratio de tension prix sur loyer comme le rapport du prix d'achat (euros/m²) au loyer moyen (également en euros/m²).

Une telle approche présente l'avantage de permettre une comparaison directe des niveaux de prix courants, et de la cherté relative de l'acquisition de biens immobiliers par rapport à leur location.

ENCADRÉ I

Méthodologie de construction des séries historiques fondées sur des données en euros par mètre carré

Nous proposons de calculer une approximation historique des niveaux effectifs de prix immobiliers résidentiels et de ratio prix sur loyer, dits ci-après en grandeurs explicites.

- Les prix immobiliers seraient alors exprimés en euros courants par mètre carré (euros/m²).
- Le ratio prix sur loyer serait le rapport de prix immobiliers en euros/m² aux loyers en euros/m². Calculé ainsi, le ratio prix sur loyer peut être lu directement comme le rapport de proportionnalité effectif entre le prix d'achat d'un bien immobilier d'une superficie donnée et la valeur locative d'un bien de même superficie. Il représente ainsi le nombre de loyers nécessaires pour égaler le prix d'achat.

On suppose que, pour chacune de ces deux variables, l'évolution de l'indice est exactement représentative de l'évolution de la variable en grandeur explicite.

En d'autres termes, si :

P est le prix immobilier national moyen en grandeur explicite (euros/m²),

R le ratio prix sur loyer en grandeur explicite (rapport entre prix d'achat et loyer pour une même surface),

I_p l'indice de prix immobilier, et

I_R l'indice de ratio prix sur loyer,

.../...

alors, pour toute paire de dates t et t' :

$$\frac{I_p(t)}{I_p(t')} = \frac{P(t)}{P(t')}$$

et de façon similaire $\frac{I_R(t)}{I_R(t')} = \frac{R(t)}{R(t')}$ (i)

Les INS et l'OCDE (Main Economic Indicators Database) fournissant les valeurs en indice des prix immobiliers, et des ratios prix sur loyer, il suffit de connaître une seule valeur en grandeur explicite à une date t^* , pour en déduire la valeur en grandeur explicite à toute date :

$$P(t) = \frac{I_p(t)}{I_p(t^*)} \times P(t^*)$$

et $R(t) = \frac{I_R(t)}{I_R(t^*)} \times R(t^*)$ (ii)

Ainsi, pour chaque pays considéré, sont calculés, sur la base de relevés régionaux disponibles ¹ :

- (i) un prix moyen national immobilier résidentiel $P(t^*)$ en euros/m², pour une date de référence t^* ;
- (ii) un loyer moyen national en euros/m², pour une date de référence t^* , duquel on déduit un ratio de référence prix sur loyer $R(t^*)$.

Ceci permet de reconstituer des séries chronologiques de prix immobiliers et de ratios prix sur loyer interprétables en niveau.

Les résultats obtenus doivent cependant être manipulés avec prudence :

- d'une part, les séries de prix et de ratios ici présentées doivent être comprises comme des approximations, fournissant des ordres de grandeurs, et ne constituent aucunement des séries de relevés statistiques officiels. Elles sont conditionnées par la disponibilité de données régionales de prix et de loyers en euros par mètre carré ;
- d'autre part, la construction de séries fondées sur des données en euros par mètre carré repose sur l'hypothèse (i) de correspondance exacte entre variations des indices et variations des variables présentées ici. En fonction des méthodologies employées par les INS pour établir les indices de prix et loyers, cette hypothèse pourrait ne pas toujours être vérifiée (en raison par exemple d'effets de composition). Dès lors, le risque d'erreur est d'autant plus élevé que la reconstruction des séries en grandeurs explicites concerne des dates plus anciennes. C'est pourquoi nous nous limitons volontairement à la période courant du milieu des années 1990 jusqu'à 2013 ;
- de plus, les séries en indice servant de base aux comparaisons internationales sont elles-mêmes relativement hétérogènes. Cela provient de l'absence d'harmonisation des méthodologies nationales ². Par souci de cohérence avec la méthodologie de l'OCDE, qui tend à retenir des indices de logements anciens, nous nous attachons à répercuter des prix de transaction observés de même nature.

¹ On applique une moyenne nationale des prix et des loyers en euros/m², pondérée par les populations des régions (France et Italie), communautés autonomes (Espagne), Bundesländer (Allemagne) et provinces (Belgique), pour obtenir $P(t^*)$ et $R(t^*)$, valeurs à partir desquelles sont extrapolées les séries chronologiques de prix et de ratios prix sur loyer en grandeurs explicites.

² La base de données OCDE fournit des indices de prix concernant des logements anciens sur le spectre le plus large possible. Dans certains cas cependant, notamment en Allemagne, l'indice correspond aux logements en excluant les maisons individuelles et couvre un panel de 125 villes. Des considérations de cet ordre (i) amènent à d'autant plus de prudence dans les comparaisons d'indices de prix et (ii) ajoutent une difficulté (comparabilité des parcs immobiliers considérés) lors de la construction d'indices de prix en grandeurs explicites (euros/m²).

2 | I Prix immobiliers en euros par mètre carré : une clarification de la hiérarchie entre pays

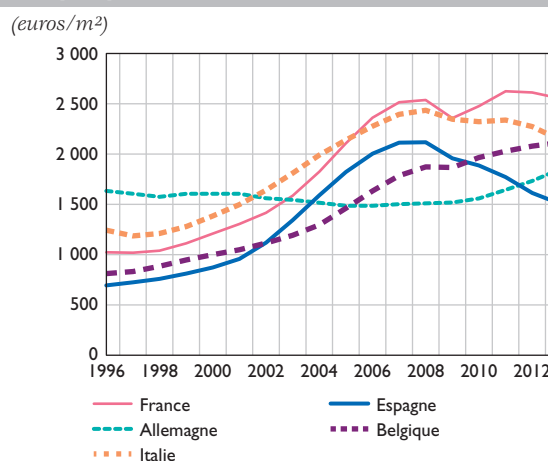
Pour les cinq pays considérés, l'image renvoyée par l'évolution des prix immobiliers résidentiels moyens exprimés en euros par mètre carré (cf. graphique 3) est très différente de celle que produisent les représentations en points d'indices. Le phénomène de divergence des prix dans le temps serait un effet d'optique, provenant du recours aux indices « rebasés » sur une année de référence commune. Exprimés en euros par mètre carré, les écarts de prix immobiliers entre les différents pays du panel ne s'accroissent pas sur la période étudiée.

En 1996, le rapport entre le pays le moins cher (l'Espagne) et le pays le plus cher (l'Allemagne) est de l'ordre de 1 à 2,4 ; en 2013, le rapport entre le pays le moins cher (l'Espagne) et le pays le plus cher (la France) est de l'ordre de 1 à 1,7 (cf. graphique 3). Les prix immobiliers exprimés en indices en base 100 en 2000 indiquent quant à eux qu'en 1996, le rapport entre le pays le moins cher (l'Espagne) et le pays le plus cher (l'Allemagne) est de l'ordre de 1 à 1,3, alors qu'en 2013, le rapport entre le pays le moins cher (Allemagne) et le plus cher (France) est de l'ordre de 1 à 1,8. En euros par mètre carré, le rapport de proportion entre le pays le moins cher et le pays le plus cher décroît donc sur la période considérée (de 1 à 2,4, à 1 à 1,7), alors qu'en indices, il paraît augmenter (de 1 à 1,3, à 1 à 1,8), laissant penser à une divergence entre pays. Ainsi, suivant la méthode de calcul retenue, l'évolution des rapports de proportion entre les prix immobiliers des différents pays est modifiée, tout comme la hiérarchie des niveaux de prix entre ceux-ci.

En outre, alors que les prix immobiliers résidentiels espagnols sont souvent présentés comme étant, du moins jusqu'à leur chute à partir de 2007, parmi les plus élevés des cinq pays considérés (cf. graphique 1), les séries de prix en euros par mètre carré montrent qu'ils figurent plutôt dans le bas de la fourchette. La France quant à elle apparaît en 2013 comme le pays du panel dont les prix immobiliers résidentiels moyens sont les plus élevés.

La singularité de l'Allemagne, déjà soulignée par l'approche en points d'indice (cf. graphique 1),

Graphique 3 Prix de l'immobilier résidentiel



Sources : OCDE, relevés nationaux, calculs des auteurs.

est confirmée par le calcul des prix en euros par mètre carré. Tandis qu'elle est le seul pays parmi les cinq considérés à ne pas avoir connu de hausse de prix à partir de la seconde moitié des années 1990 et jusqu'à la crise de 2007-2008, son niveau de prix jusqu'en 2001 apparaît comme le plus élevé. En outre, dès 2007, les prix immobiliers résidentiels allemands connaissent une reprise, tandis que ceux des quatre autres pays s'infléchissent. Dès 2012, les prix allemands moyens en euros par mètre carré auraient rejoint, et dépassé, les prix espagnols.

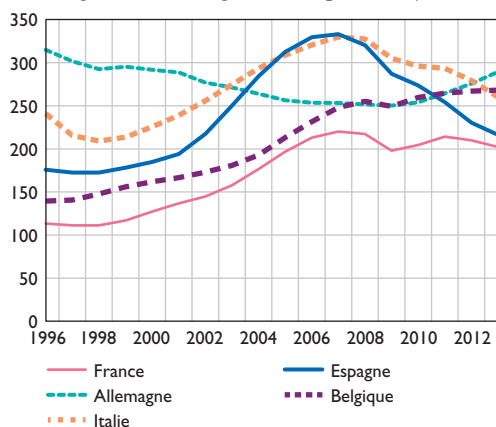
2 | 2 La France apparaît comme le pays soumis à la plus faible tension prix sur loyer

Les conclusions tirées de l'analyse des ratios prix sur loyer sont également modifiées par l'utilisation de séries en euros par mètre carré.

La France figure ainsi parmi les pays du panel dont le ratio prix sur loyer est le plus bas sur la période, malgré une hausse à partir de la fin des années quatre-vingt-dix. Cela contredit les conclusions tirées de l'utilisation des ratios prix sur loyer en indices qui indiquait un ratio très élevé pour la France en comparaison avec ses quatre principaux voisins de la zone euro (cf. graphiques 2a à 2c). Les séries de ratios que nous construisons en grandeurs explicites rendent les comparaisons internationales moins équivoques.

Graphique 4 Ratio prix sur loyer

(nombre de loyers mensuels égalisant les prix d'actifs immobiliers)



Sources : OCDE, relevés nationaux, calculs des auteurs.

Elles permettent aussi de comprendre que la hausse rapide des prix immobiliers en France depuis les années quatre-vingt-dix correspond en réalité à un phénomène de correction d'une situation initiale où les prix des actifs immobiliers étaient particulièrement modérés par rapport au niveau des loyers, en comparaison avec les autres pays du panel.

La Belgique semble avoir connu une évolution similaire à celle de la France : un rapport de prix immobiliers par rapport aux loyers initialement très bas, corrigé à partir de la fin des années quatre-vingt-dix, avec une accélération à partir de 2005.

Au contraire, l'Allemagne a été, jusqu'au début des années deux mille, le pays où les prix immobiliers étaient les plus élevés par rapport aux loyers. C'est la modération des prix à partir de cette même date, alors que les loyers nominaux continuaient de croître, qui a permis la réduction du ratio de tension prix sur loyer.

Quant à l'Espagne, dans la période précédant immédiatement la chute spectaculaire de ses prix immobiliers, elle a affiché le ratio prix sur loyer le plus élevé du panel au cours de la période considérée. Enfin, l'Italie a connu une évolution comparable à celle de l'Espagne. Après une période de hausse entre 1998 et 2007 jusqu'à un niveau très proche du ratio espagnol, le ratio de tension prix sur loyer italien a entamé une phase de baisse ininterrompue.

3| Vers une convergence des rentabilités immobilières depuis la seconde moitié des années deux mille

L'utilisation de séries de prix et de loyers en euros par mètre carré permet non seulement de nuancer les évolutions qu'ont connues la France, l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne et l'Italie, mais donne également la possibilité d'appréhender de façon plus précise la valorisation des biens immobiliers sous l'angle de leur rentabilité.

En effet, le calcul des ratios de tension prix sur loyer en grandeurs explicites permet d'obtenir explicitement l'historique des taux de rentabilité immobilière résidentielle pour les cinq pays du panel, à la fois en valeurs nominales et en valeurs réelles, c'est-à-dire déflatées de l'inflation. En l'absence du calcul du ratio prix sur loyer en grandeurs explicites, seule l'évolution des valeurs prises par ce taux de rentabilité pouvait être calculée (en rapportant l'indice des loyers à l'indice des prix). Le taux de rentabilité immobilière est donné par 12 fois l'inverse du ratio prix sur loyer (coupon annuel rapporté au prix de l'actif).

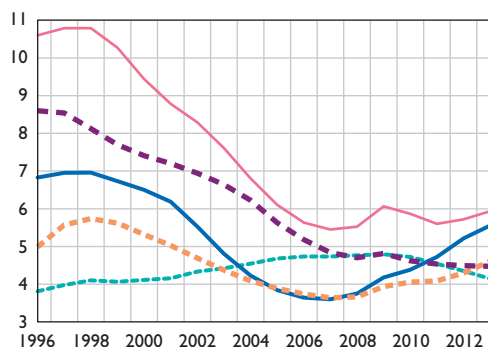
Contrairement à la perception généralement répandue liée à l'examen des seules séries en points d'indices, les taux nominaux de rentabilité immobilière convergent fortement entre les cinq pays considérés (cf. graphique 5a). En 2013, ils sont compris entre 4 et 6 % annuels environ, pour les cinq pays du panel alors que, selon nos calculs, ils s'évaluaient de 4 à 11 % dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix. Le fait que les ratios de tension prix sur loyer convergent pour les cinq pays étudiés se traduit en effet naturellement par la convergence de leur rentabilité.

Une fois déflatés de l'inflation, les taux de rentabilité réelle semblent permettre de distinguer deux groupes de pays : d'une part, l'Italie, l'Espagne et l'Allemagne, à rentabilité contenue en début de période, et d'autre part, la France et la Belgique, dont la rentabilité réelle de départ était particulièrement élevée, puis s'est réduite dans les années deux mille pour se rapprocher de celle observée dans les autres pays (cf. graphique 5b). En d'autres termes, l'intégration

Graphiques 5 Taux de rentabilité immobilière

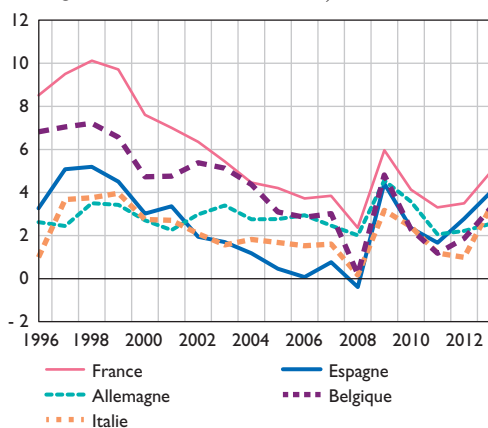
(en %)

a) nominale



b) réelle

(déflatée du glissement de l'IPCH national)



Sources : OCDE, relevés nationaux, calculs des auteurs.

ENCADRÉ 2

Conversion du ratio de tension prix sur loyer en taux de rentabilité immobilière nominale

Selon une approche financière simple, un ratio prix sur loyer qui augmente indique que le prix d'un actif immobilier tend à se déconnecter du revenu qu'il procure (le loyer correspond au coupon d'un actif financier).

Le taux de rentabilité nominale d'un actif immobilier s'obtient en rapportant le revenu qu'il procure (loyer) à son prix. Ainsi, la formule suivante :

$$\rho(t) = \frac{12 \times \text{Loyer}(t)}{\text{Prix d'actif}(t)} = \frac{12}{R(t)}$$

indique que la rentabilité immobilière (ρ) se déduit simplement du ratio de tension prix sur loyer puisqu'elle est égale à 12 fois son inverse, pourvu, naturellement, que le ratio soit calculé sur la base des prix et loyers effectifs en euros/m², et non pas sur la base d'indices.

Cette mesure de la rentabilité immobilière, particulièrement simple, doit toutefois être interprétée avec prudence. En effet, elle indique la rentabilité attendue d'un investissement immobilier à la date de l'achat : la variation ultérieure du prix du bien immobilier n'aura pas d'impact sur les revenus de l'investisseur locatif.

de séries historiques de niveaux de prix immobiliers résidentiels et de loyers, exprimés en euros par mètre carré, révèle que la croissance récente des ratios de tension français et belge – et donc la décroissance des rentabilités immobilières de ces deux pays – traduit en réalité non pas une divergence nouvelle mais la fin d'une période de loyers particulièrement élevés par rapport aux prix immobiliers, en comparaison avec les autres pays.

La rentabilité immobilière initiale plus forte en France et en Belgique (loyers élevés par rapport aux prix d'actifs) serait contrebalancée par une remontée des prix immobiliers résidentiels, qui dure autant que dure le surcroît de rentabilité : le phénomène

de convergence des taux de rentabilité immobilière pourrait indiquer l'existence d'une cible de rentabilité, qui influencerait, au moins en partie, la fixation des prix. À l'inverse, la situation initiale de sous-rentabilité allemande serait sanctionnée par la baisse des prix des actifs.

À ce stade néanmoins, il n'est pas possible de déterminer avec certitude si les prix immobiliers résidentiels considérés convergent purement les uns vers les autres ou tous vers un facteur commun. Cette étude, fondée sur les prix, loyers et ratios de tension en grandeurs explicites, permet essentiellement de clarifier la situation relative des cinq pays considérés.

4| Conclusion

Le calcul des séries de prix immobiliers et de loyers en euros par mètre carré, ainsi que celui du ratio prix sur loyer en grandeurs explicites, pour la France, l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne et l'Italie, amènent à des conclusions nouvelles par rapport à une approche fondée uniquement sur des séries en points d'indices. Cette dernière peut faire apparaître des divergences entre pays, qui proviennent en réalité de la méthodologie-même du calcul en indices. Elle ne permet d'appréhender que l'évolution de ces indicateurs par rapport à leur niveau en une année de référence, sans tenir compte des niveaux effectivement atteints. La construction de séries historiques de prix, de loyers et de ratios prix sur loyer en grandeurs explicites rend possible la comparaison directe des niveaux pris par ces indicateurs.

Le ratio prix sur loyer en grandeurs explicites permet de mieux signaler les tensions sur les prix immobiliers. Les dates auxquelles des pays atteignent un niveau de tension significatif sur leur ratio prix sur loyer (par exemple Espagne en 2007, cf. graphique 4) précèdent généralement une phase de stagnation

ou de correction à la baisse des prix immobiliers. En 2008, avant de subir une importante correction à la hausse, la rentabilité réelle italienne est quasiment nulle, et la rentabilité espagnole ponctuellement négative (cf. graphique 5b).

En outre, la croissance continue des prix immobiliers en France et en Belgique paraît traduire la résorption d'une situation initiale où les ratios prix sur loyer étaient particulièrement modérés, en comparaison avec les autres pays du panel. La forte croissance de ce ratio dans ces deux pays peut ainsi s'interpréter, non comme un phénomène de divergence, mais bien comme un phénomène de normalisation.

Le ratio prix sur loyer en grandeurs explicites permet enfin, grâce à une transformation simple, d'obtenir le taux de rentabilité nominale immobilière. La convergence récente des taux de rentabilité immobilière dans les cinq pays du panel laisse penser qu'une partie de l'explication de long terme des mécanismes de fixation des prix immobiliers serait de nature purement financière et pourrait accréditer la notion de niveau de prix d'équilibre.

Bibliographie

Agnello (L.) et Schuknecht (L.) (2009)

« Booms and busts in housing markets – determinants and implications », *ECB Working Paper*, n° 1071.

André (C.) (2010)

« A bird's eye view of OECD housing markets », OCDE, *Economics department Working Papers*, n° 746.

Antipa (P.) et Lecat (R.) (2009)

« "Bulle immobilière" et facteurs financiers : aperçu d'un modèle structurel des marchés français et espagnol de l'immobilier résidentiel », *document de travail*, n° 267, Banque de France.

Banque centrale européenne (2013)

Financial Stability Review, Box 3: House price cycles across Europe, novembre.

Corradin (S.) et Fontana (A.) (2013)

House price cycles in Europe, *ECB Working Paper*, n° 1613.

Financial Policy Committee

Sectoral capital requirements: core indicators (<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/2014/scrsep14.xls>)

Grjebine (T.) (2014)

« Globalisation des cycles immobiliers et déséquilibres financiers », CEPII, *L'économie mondiale* 2015.

Insee (2014)

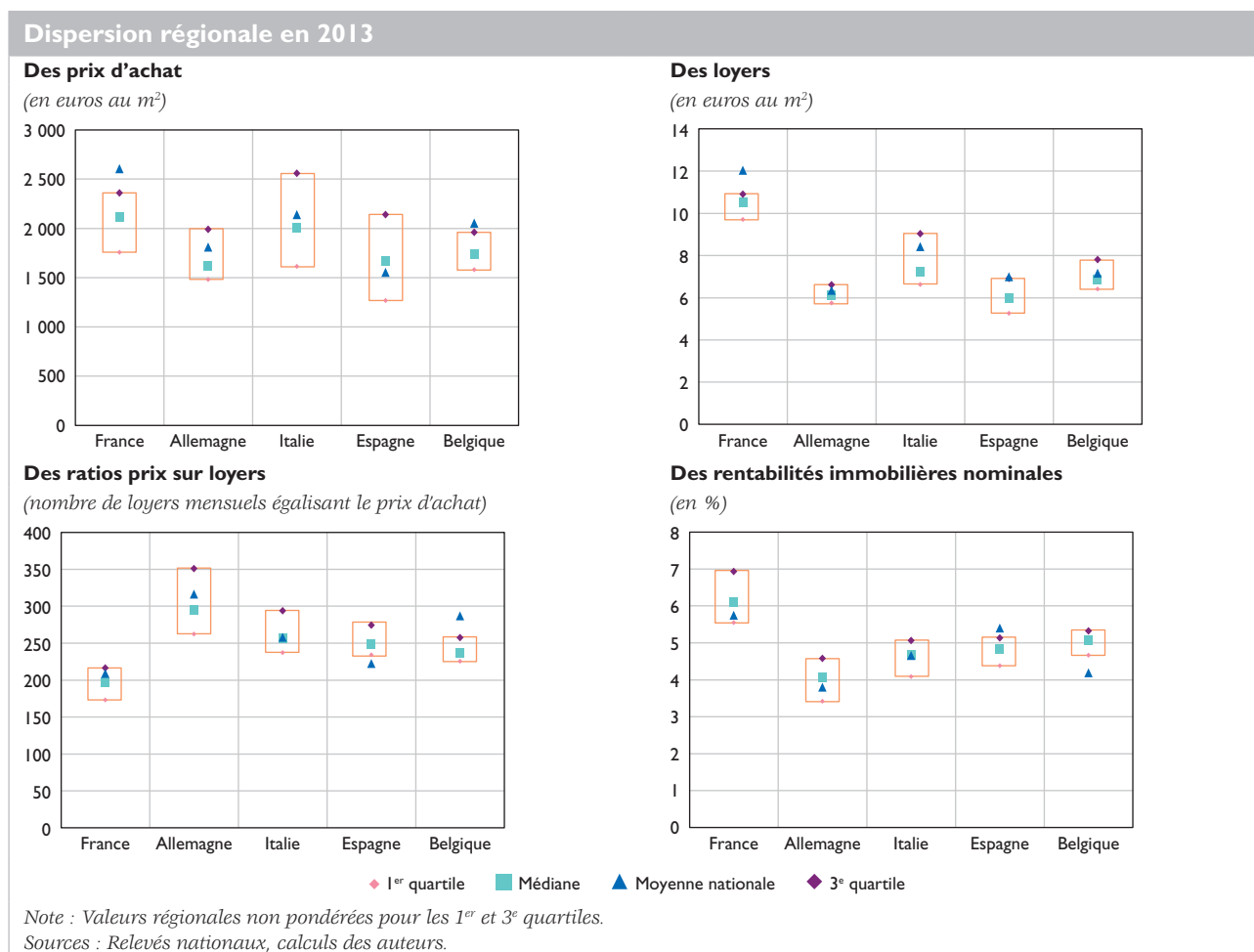
Indices des prix des logements anciens : note méthodologique (http://www.insee.fr/fr/indicateurs/ind96/Notaires_m.pdf)

Tsatsaronis (K.) et Zhu (H.) (2004)

« What drives housing price dynamics: cross country evidence », *BIS Quarterly review*, p. 65-78, mars.

Annexe

Écarts régionaux pour une sélection d'indicateurs



Détails des sources régionales de prix et loyers

Allemagne : Statistisches Bundesamt, Statista, étude LBS (Landesbausparkassen) sur la base de statistiques du Statistisches Bundesamt, Mikrozensususerhebung 2010 Bauen und Wohnen (Statistisches Bundesamt), étude par Immobilienscout24

Belgique : NBB, Statistics Belgium, Institut Wallon de l'Évaluation, de la Prospective et de la Statistique, immoweb.de, logic-immo, vlanimmo.be, immotransit.be, athome.be, vitrine.be, immovast.be, hebbes.be, baromètre des loyers Immovlan

Espagne : INE, tradingeconomics.com/ministère du logement, fotocasa.es

France : Insee, meilleursagents.com, efficity.com, lavieimmo.com, seloger.com, lacoteimmo.com

Italie : Istat, immobiliare.it

Situation économique générale

1	Indicateurs d'activité industrielle — Enquête mensuelle de conjoncture — France	S3
2	Indicateurs d'activité industrielle — Enquête mensuelle de conjoncture — France (NAF rév. 2, données CVS)	S4
3	Indices des prix à la consommation	S5
4	Compétitivité de l'économie française	S6
5	Balance des paiements — Principales composantes (données trimestrielles) — France	S7
6	Compte de transactions courantes — Principales composantes — France	S8
7	Balance des paiements — Mouvements de capitaux (données trimestrielles) — France	S9
8	Balance des paiements — Ventilation géographique (données trimestrielles) — France	S10
9	Balance des paiements (données mensuelles) — France	S11
10	Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur mixte)	S12

Monnaie, placements et financements

11	Principaux indicateurs monétaires et financiers — France et zone euro	S13
12	Situation mensuelle de la Banque de France	S14
13	Dépôts — France	S15
14	Dépôts à terme — France	S16
15	Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français — France	S17
16	Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente, hors découverts — France	S18
17	Placements et financements des sociétés d'assurance et fonds de pension — Zone euro et France	S19
18	Placements et financements des ménages — Zone euro	S20
19	Placements et financements des ménages — France	S21
20	Placements et financements des sociétés non financières — Zone euro	S22
21	Placements et financements des sociétés non financières — France	S23
22	Taux de rémunération des dépôts bancaires — France et zone euro	S24
23	Taux d'intérêts des crédits bancaires — France et zone euro	S25
24	Taux d'usure des crédits aux particuliers et coût du crédit aux entreprises — France	S26

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

25	Taux d'intérêt	S27
26	Liquidité bancaire et refinancement — Zone euro	S28
27	Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires	S29
28/29	Titres de créances négociables — France	S30/S31
30	Titres d'OPC — France	S32
31	Émissions de titres de dette et d'actions cotées par les résidents français	S33
32	Émissions de titres de dette et d'actions cotées des résidents français par secteur émetteur	S34

Autres statistiques

33	État des défaillances d'entreprises par secteur — France	S35
34	Systèmes de paiement de masse — France	S36
35/36	Systèmes de paiement de montant élevé — Union européenne	S37/S38
37	Systèmes de paiement de montant élevé — France	S39

Notice méthodologique

S41

Séries chronologiques

S49

Avertissement

En janvier 2015, la Lituanie a rejoint la zone euro, portant à dix-neuf le nombre des pays participants.

Sauf indication contraire, toutes les séries de données intégrant des observations relatives à 2015 ont trait à l'Euro 19 (la zone euro intégrant la Lituanie) pour l'ensemble des séries chronologiques. En ce qui concerne les taux d'intérêt, les statistiques monétaires et l'IPCH, les séries statistiques relatives à la zone euro tiennent compte des modifications de la composition de la zone.

Les données du cahier sont mises à jour mensuellement sur le site internet de la Banque de France.

Figure 1
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France

(NAF révision 2 ; données cvs)

	2014					2015	
	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
Évolution de la production par rapport au mois précédent ^{a)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	5	1	3	4	0	7	1
Denrées alimentaires et boissons	5	6	8	7	5	7	0
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	11	-2	6	2	2	3	4
Industrie automobile	5	-7	-4	20	1	26	21
Autres matériels de transport	2	-2	10	10	7	6	4
Autres produits industriels	5	2	0	1	-2	7	-1
Production pour les prochains mois ^{a)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	6	5	3	-3	7	4	4
Denrées alimentaires et boissons	6	11	7	7	6	8	8
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	3	6	3	1	3	2	2
Industrie automobile	2	2	9	-5	12	12	0
Autres matériels de transport	6	5	9	-7	8	3	8
Autres produits industriels	10	3	3	1	5	4	5
Évolution des commandes de l'industrie manufacturière par rapport au mois précédent (ensemble) ^{a)}							
Globales	5	2	3	7	5	8	1
Étrangères	7	4	3	5	2	6	2
Niveau du carnet de commandes ^{a)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	-1	0	1	1	3	0	-1
Denrées alimentaires et boissons	-9	-2	0	0	0	-1	-2
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	-7	-7	-12	-14	-11	-12	-15
Industrie automobile	-12	-3	-5	-3	4	1	2
Autres matériels de transport	49	49	47	49	57	51	54
Autres produits industriels	0	-1	1	-1	0	-2	-3
Niveau des stocks de produits finis ^{a)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	4	3	4	3	5	4	4
Denrées alimentaires et boissons	4	2	5	3	8	2	-1
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	6	6	5	5	5	6	4
Industrie automobile	8	1	-1	-1	2	-2	5
Autres matériels de transport	2	7	6	7	5	6	6
Autres produits industriels	3	1	4	3	4	4	5
Taux d'utilisation des capacités de production ^{b)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	75,5	76,2	76,3	76,5	76,3	76,8	76,5
Évolution des effectifs (ensemble de l'industrie manufacturière) ^{a)}							
Par rapport au mois précédent	-1	0	0	-1	-2	1	0
Au cours des prochains mois	0	-1	0	0	-1	-3	-2
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie ^{c)}							
	97	97	97	97	97	98	96

a) Données exprimées en solde des opinions. Les séries de prévision sont corrigées du biais lorsque celui-ci est statistiquement significatif.

b) Données exprimées en pourcentage

c) L'indicateur du climat des affaires résume le jugement des industriels sur la situation conjoncturelle. Plus il est élevé, plus l'appréciation est favorable. L'indicateur est calculé selon la technique de l'analyse en composantes principales à partir des données de l'enquête lissées sur trois mois. Par construction, sa moyenne est égale à 100.

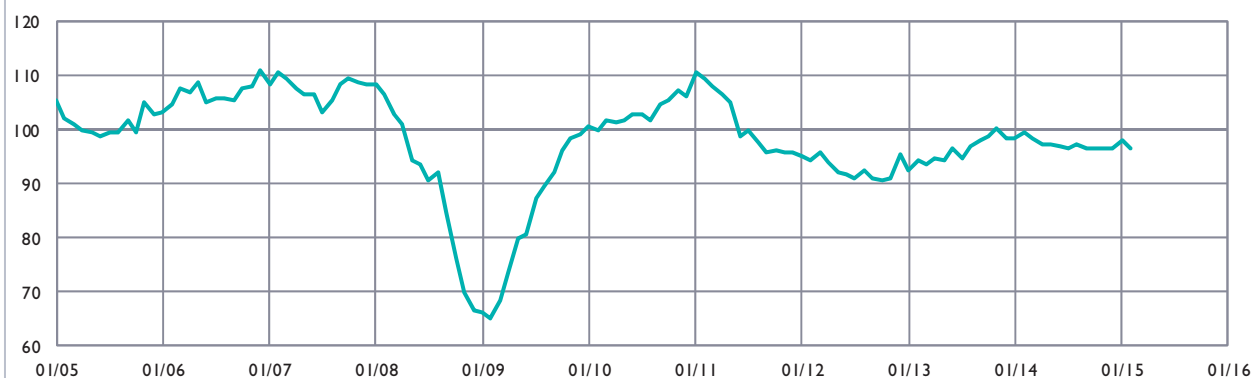
Source : Banque de France

Réalisé le 23 mars 2015

Figure 2
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (NAF rév. 2, données CVS)

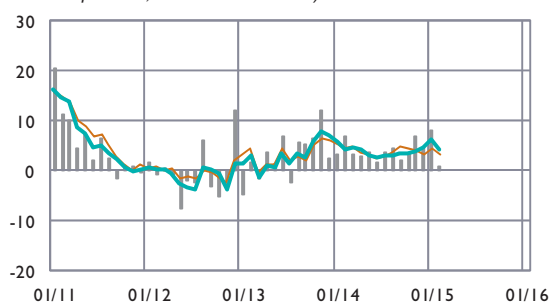
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = 1981- dernier point)



Commandes ^{a)}

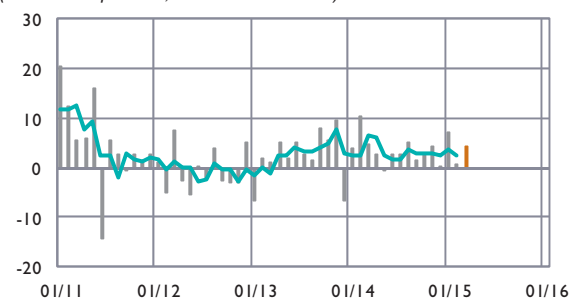
(solde des opinions ; variation mensuelle)



■ Commandes globales
— Commandes globales (moyenne mobile sur 3 mois)
— Commandes étrangères (moyenne mobile sur 3 mois)

Production ^{a)}

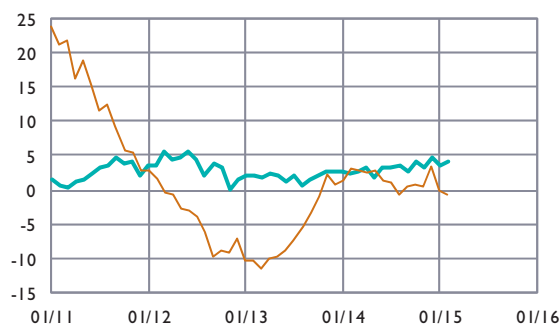
(solde des opinions ; variation mensuelle)



■ Production passée
— Production passée (moyenne mobile sur 3 mois)
— Production prévue (série corrigée du biais statistique observé)

Stocks et carnets de commandes ^{a)}

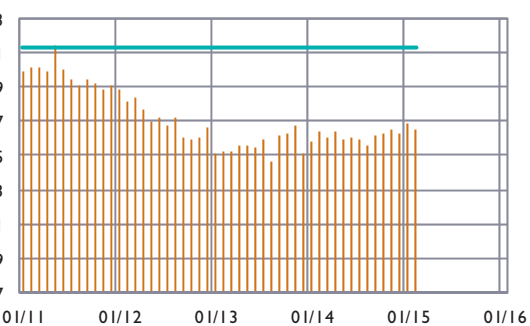
(solde des opinions ; par rapport à un niveau jugé normal)



— Stocks
— Carnets

TUC dans l'industrie ^{a)}

(en %)



— TUC
— Moyenne de longue période depuis 1981

a) Industrie manufacturière

Source : Banque de France

Réalisé le 23 mars 2015

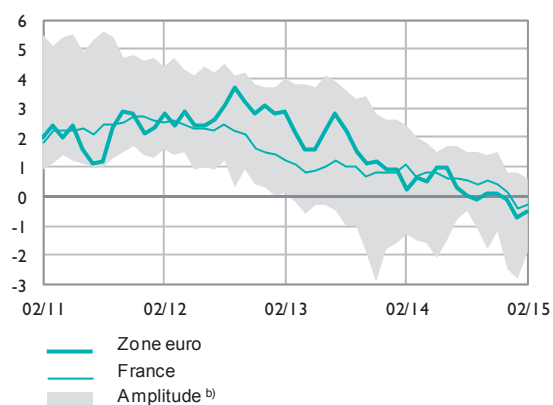
Figure 3
Indices des prix à la consommation ^{a)}

	(glissement annuel)									
	2014								2015	
	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	
France	0,6	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4	0,1	-0,4	-0,3	
Allemagne	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7	0,5	0,1	-0,5	-0,1	
Italie	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,2	0,3	-0,1	-0,5	0,1	
Zone euro	1,0	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,7	-0,5	
Royaume-Uni	1,9	1,6	1,5	1,2	1,3	1,0	0,5	0,3	nd	
Union européenne	0,7	0,5	0,5	0,4	0,5	0,3	-0,1	-0,5	-0,2	
États-Unis	2,1	2,0	1,7	1,7	1,7	1,3	0,8	-0,1	nd	
Japon	3,6	3,4	3,3	3,3	2,9	2,4	2,4	2,4	nd	

	(moyenne annuelle)			(variation mensuelle)					
	2012	2013	2014	2014				2015	
				sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
France	2,2	1,0	0,6	-0,4	0,0	-0,2	0,1	-1,1	0,7
Allemagne	2,1	1,6	0,8	0,0	-0,3	0,0	0,1	-1,3	1,0
Italie	3,3	1,3	0,2	1,9	0,3	-0,2	0,0	-2,5	0,3
Zone euro	2,8	1,9	0,4	0,3	0,1	-0,1	-0,7	-1,2	0,2
Royaume-Uni	2,8	2,6	1,5	0,1	0,1	-0,2	0,0	-0,9	nd
Union européenne	2,6	1,5	0,6	0,3	0,0	-0,2	-0,1	-1,3	0,6
États-Unis	2,1	1,5	1,6	0,1	-0,3	-0,5	-0,6	-0,5	nd
Japon	0,0	0,4	2,7	0,3	-0,3	-0,4	0,1	-0,2	nd

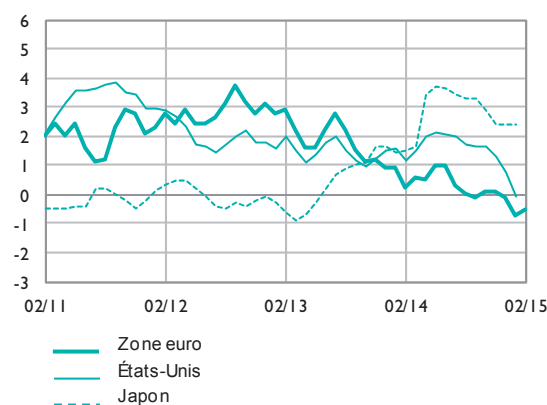
France et zone euro

(glissement annuel en %)



Comparaisons internationales

(glissement annuel en %)



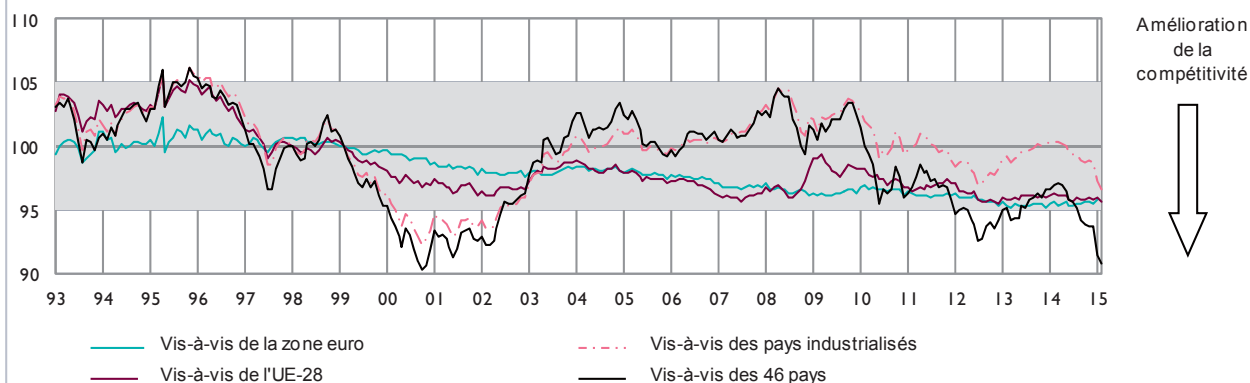
a) Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon (indices nationaux)

b) Écart entre les valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro (composition variable)

Figure 4
Compétitivité de l'économie française

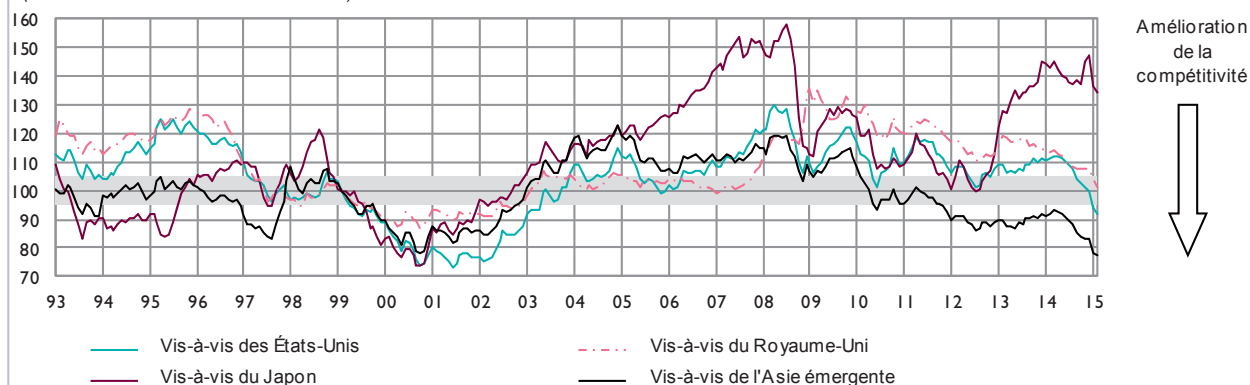
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999)



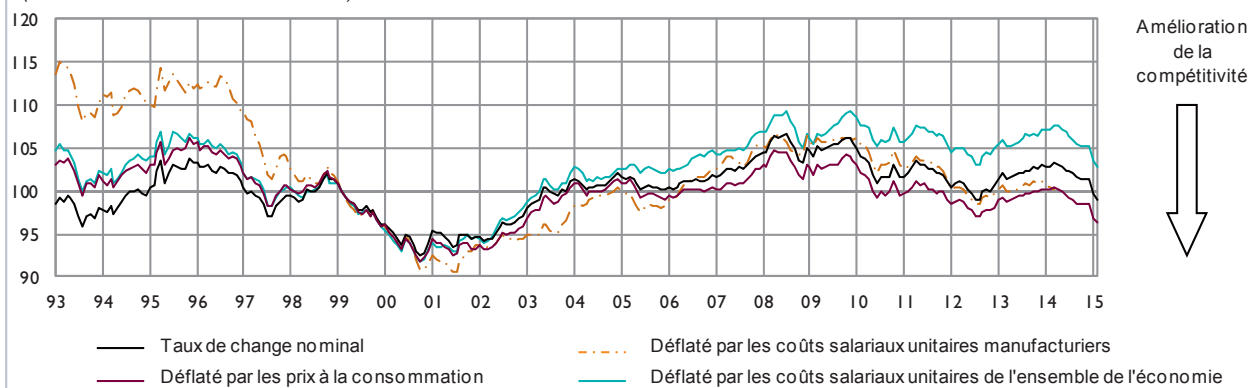
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999)



Indicateurs de compétitivité vis-à-vis des 24 partenaires de l'OCDE

(indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999)



Partie grise : écart de + ou - 5 % par rapport à la moyenne de longue période

Voir notice méthodologique de la partie « Statistiques » du Bulletin

Sources : nationales, Banque de France, BCE, FMI, OCDE, Thomson Financial Datastream

Calculs : Banque de France

Réalisé le 23 mars 2015

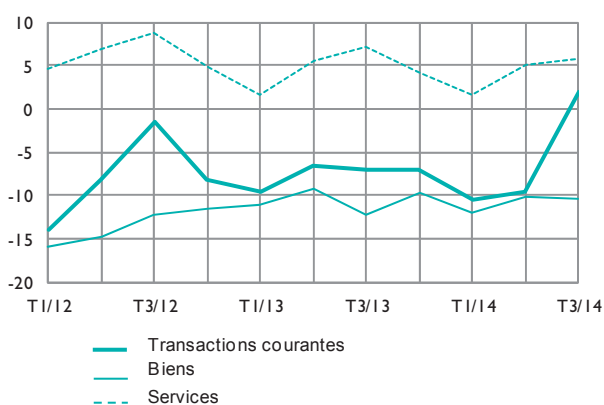
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2012	2013	2013		2014		
			T3	T4	T1	T2	T3
Compte de transactions courantes	-31,8	-30,3	-7,0	-7,0	-10,5	-9,6	1,9
Biens	-54,6	-42,5	-12,3	-9,8	-11,9	-10,2	-10,3
Services	24,7	18,3	7,2	4,0	1,5	5,1	5,8
Revenus primaires	40,7	39,3	8,7	7,3	15,7	9,5	13,9
Revenus secondaires	-42,6	-45,3	-10,6	-8,6	-15,7	-14,0	-7,5
Compte de capital	0,5	1,8	0,1	0,6	0,8	0,0	0,9
Compte financier	-21,0	-14,2	-4,3	-12,9	-8,2	-13,1	-4,3
Investissements directs	14,1	-5,1	-4,2	-2,1	6,1	5,7	13,6
Français à l'étranger	37,7	-0,2	2,9	-3,2	9,6	6,0	2,5
Étrangers en France	23,6	4,9	7,1	-1,1	3,5	0,3	-11,1
Investissements de portefeuille	-26,5	-69,8	-4,3	-52,0	-20,6	7,6	-15,5
Avoirs	-1,7	66,3	16,6	-13,7	30,4	43,3	-13,7
Engagements	24,9	136,1	20,9	38,3	51,0	35,7	1,8
Instruments financiers dérivés	-14,3	-16,8	0,7	-7,0	-4,7	-9,7	-16,6
Autres investissements ^{a)}	1,7	79,0	1,6	50,7	9,4	-18,1	16,4
Avoirs de réserve	4,0	-1,5	1,9	-2,6	1,6	1,3	-2,2
Erreurs et omissions nettes	10,3	14,3	2,5	-6,5	1,4	-3,5	-7,1

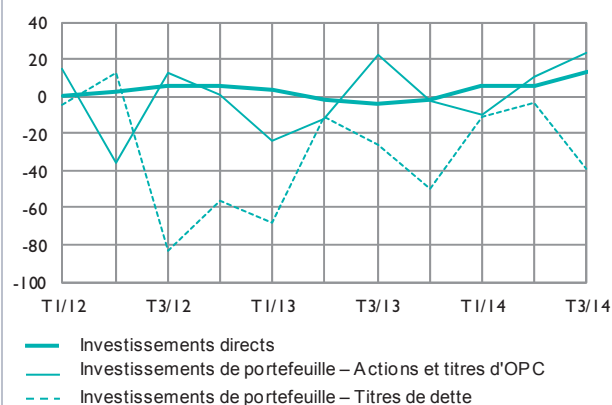
Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



La balance des paiements est publiée conformément au 6^e Manuel de balance des paiements.

a) Opérations de prêts et emprunts.

Figure 6
Compte de transactions courantes – principales composantes – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2012	2013	2013		2014		
			T3	T4	T1	T2	T3
Compte de transactions courantes	-31,8	-30,3	-7,0	-7,0	-10,5	-9,6	1,9
Biens	-54,6	-42,5	-12,3	-9,8	-11,9	-10,2	-10,3
Exportations	435,9	437,3	104,2	111,6	108,2	108,5	105,4
Importations	490,6	479,9	116,5	121,4	120,1	118,7	115,8
Marchandises générales	-72,4	-64,1	-16,7	-15,3	-16,4	-15,1	-15,4
Négoce international	17,8	21,6	4,5	5,6	4,4	4,9	5,0
Services	24,7	18,3	7,2	4,0	1,5	5,1	5,8
Exportations	184,0	192,0	52,9	48,6	44,2	51,3	54,2
Importations	159,2	173,7	45,8	44,6	42,7	46,2	48,5
Services de fabrication fournis sur des intrants physiques détenus par des tiers	1,4	1,6	0,3	0,4	0,5	0,5	0,3
Services d'entretien et de réparation	2,8	2,0	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5
Transports	-0,3	-1,7	-0,5	-0,4	-0,5	-0,4	-0,2
Voyages	10,7	10,4	5,3	0,5	0,5	2,5	3,4
Bâtiments et travaux publics	1,1	0,7	0,0	0,8	-0,1	-0,1	-0,1
Services d'assurance et de pension	1,0	0,1	0,1	0,0	-0,4	0,2	-0,1
Services financiers	4,3	4,6	1,1	1,2	1,4	1,5	1,5
Commissions pour usage de propriété intellectuelle	3,1	1,1	0,2	0,5	-0,1	0,4	0,2
Services de télécommunication, d'informatique et d'information	0,5	-1,1	-0,4	-0,2	-0,2	-0,6	-0,2
Autres services aux entreprises	0,5	1,2	0,6	0,6	0,1	0,7	0,3
Services personnels, culturels et récréatifs	-0,7	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Services des administrations publiques	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3
Services divers							
Revenus primaires	40,7	39,3	8,7	7,3	15,7	9,5	13,9
Rémunérations des salariés	15,7	15,9	4,0	4,0	4,2	4,3	4,3
Revenus des investissements	16,7	14,1	5,1	1,5	4,1	5,1	9,8
Investissements directs	39,1	34,2	7,3	5,7	5,8	16,1	10,4
Investissements de portefeuille	-18,7	-17,2	-1,4	-3,5	-0,9	-10,3	0,4
Autres investissements ^{a)}	-4,1	-3,3	-0,8	-0,7	-0,9	-0,9	-1,0
Avoirs de réserve	0,4	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres revenus primaires	8,4	9,3	-0,3	1,8	7,5	0,1	-0,3
Revenus secondaires	-42,6	-45,3	-10,6	-8,6	-15,7	-14,0	-7,5
Administrations publiques	-28,6	-30,5	-6,8	-4,8	-11,2	-6,5	-4,4
Autres secteurs	-14,0	-14,8	-3,8	-3,8	-4,6	-7,6	-3,0
dont envois de fonds des travailleurs	-8,2	-8,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
Compte de capital	0,5	1,8	0,1	0,6	0,8	0,0	0,9

La balance des paiements est publiée conformément au 6^e Manuel de balance des paiements.

a) Opérations de prêts et emprunts

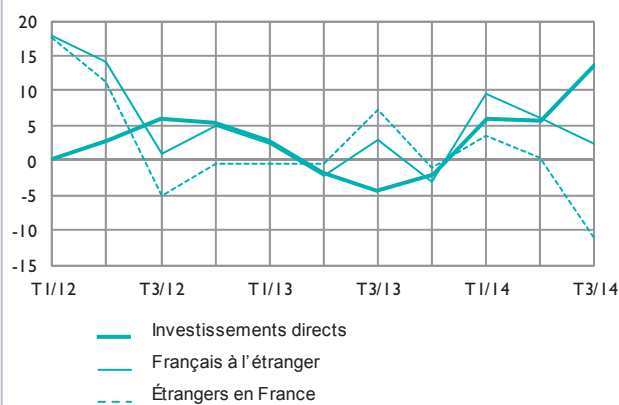
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2012	2013	2013		2014		
			T3	T4	T1	T2	T3
Compte financier	-21,0	-14,2	-4,3	-12,9	-8,2	-13,1	-4,3
Investissements directs	14,1	-5,1	-4,2	-2,1	6,1	5,7	13,6
Français à l'étranger	37,7	-0,2	2,9	-3,2	9,6	6,0	2,5
dont capital social	45,9	9,1	2,6	3,3	7,0	-1,4	8,3
Étrangers en France	23,6	4,9	7,1	-1,1	3,5	0,3	-11,1
dont capital social	12,3	17,5	4,5	4,0	3,7	4,6	-3,7
Investissements de portefeuille	-26,5	-69,8	-4,3	-52,0	-20,6	7,6	-15,5
Avoirs	-1,7	66,3	16,6	-13,7	30,4	43,3	-13,7
Actions et titres d'OPC	54,3	48,8	20,4	15,6	-13,3	19,5	11,2
Titres de dettes à long terme (plus d'un an)	-79,6	36,3	3,2	5,1	29,5	19,7	-12,8
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	23,7	-18,8	-7,0	-34,3	14,2	4,1	-12,1
Engagements	24,9	136,1	20,9	38,3	51,0	35,7	1,8
Actions et titres d'OPC	25,4	26,1	-2,0	17,7	-3,8	8,7	-12,1
Titres de dettes à long terme (plus d'un an)	36,5	82,0	3,6	33,4	45,0	29,4	3,3
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	-36,9	28,0	19,4	-12,8	9,8	-2,4	10,6
Instruments financiers dérivés	-14,3	-16,8	0,7	-7,0	-4,7	-9,7	-16,6
Autres investissements ^{a)}	1,7	79,0	1,6	50,7	9,4	-18,1	16,4
Avoirs de réserve	4,0	-1,5	1,9	-2,6	1,6	1,3	-2,2
Erreurs et omissions nettes	10,3	14,3	2,5	-6,5	1,4	-3,5	-7,1

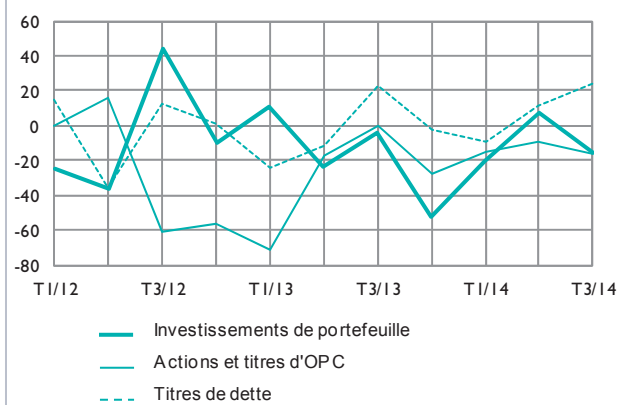
Investissements directs – soldes

(données brutes en milliards d'euros)



Investissements de portefeuille – soldes

(données brutes en milliards d'euros)



La balance des paiements est publiée conformément au 6^e Manuel de balance des paiements.

a) Opérations de prêts et emprunts.

Figure 8
Balance des paiements – Ventilation géographique (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	3 ^e trimestre 2014					
	UEM ^{a)}	UE28 hors UEM ^{b)}	USA	Japon	Suisse	Chine
Compte de transactions courantes	10,2	-1,1	1,5	0,1	2,9	nd
Recettes	115,9	5,9	15,2	2,4	10,1	6,0
Dépenses	107,1	7,0	13,9	2,4	7,2	nd
Biens	-3,7	-0,9	-1,2	-0,1	-0,3	-6,2
Recettes	61,4	4,4	6,3	1,6	2,5	4,5
Dépenses	65,1	5,3	7,4	1,7	2,9	10,6
Services	2,3	-0,7	0,1	0,2	1,5	0,2
Recettes	31,4	0,8	5,3	0,7	3,8	1,1
Dépenses	29,1	1,5	5,2	0,5	2,3	0,9
Revenus primaires	15,5	0,6	2,5	0,0	2,4	nd
Recettes	22,8	0,6	3,6	0,2	3,1	0,4
Dépenses ^{c)}	7,3	0,0	1,1	0,1	0,7	nd
Revenus secondaires	-3,9	-0,1	0,1	0,0	-0,7	-0,1
Recettes	1,7	0,0	0,3	0,0	0,6	0,0
Dépenses	5,6	0,1	0,2	0,0	1,3	0,1
Compte financier						
Investissements directs	7,7	1,2	3,6	0,0	3,3	0,2
Français à l'étranger	3,0	1,2	0,8	0,0	-2,4	0,2
Étrangers en France	-4,8	-0,1	-2,8	0,0	-5,7	0,0
Investissements de portefeuille – Avoirs ^{d)}	-2,2	0,0	-0,2	-8,4	0,6	-0,3
Actions et titres d'OPC	13,9	0,0	0,4	-2,7	0,7	-0,4
Titres de dette à long terme (plus d'un an)	-8,2	0,0	-2,3	-1,3	0,0	0,2
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	-7,9	0,0	1,7	-4,4	-0,1	0,0
Autres investissements ^{e)}	27,8	-1,9	-17,3	21,1	-7,3	-1,0

La balance des paiements est publiée conformément au 6^e Manuel de Balance des paiements.

a) 18 pays membres.

b) Danemark, Royaume-Uni, Suède, Institutions européennes et nouveaux pays membres (République tchèque, Hongrie, Lituanie, Pologne, Bulgarie, Roumanie, Croatie).

c) Ventilation géographique des revenus d'investissements de portefeuille estimée à partir des données centralisées par le FMI (Coordinated Portfolio Investment Survey) ; données non disponibles pour la Chine.

d) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements.

e) Opérations de prêts et emprunts.

Figure 9
Balance des paiements (données mensuelles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2014			2015
	oct.	nov.	déc.	janv.
Compte de transactions courantes	-2,4	-1,1	-0,7	-0,2
Biens	-2,1	-1,2	-1,5	-3,5
Services	0,9	1,0	0,7	1,2
Revenus primaires	1,8	2,2	3,1	5,4
Revenus secondaires	-2,9	-3,2	-3,1	-3,3
Compte de capital	0,1	0,1	0,5	0,0
Compte financier	2,3	5,1	-16,3	-7,9
Investissements directs	2,3	-2,6	-0,5	3,7
Français à l'étranger	2,7	0,1	-2,8	5,7
Capital social	1,4	-0,3	-3,5	4,6
Bénéfices réinvestis	1,2	0,6	0,6	1,2
Autres opérations (prêts intragroupe)	0,1	-0,2	0,1	-0,2
Étrangers en France	0,4	2,8	-2,3	2,0
Capital social	0,5	3,9	1,0	2,1
Bénéfices réinvestis	0,4	0,3	0,3	0,4
Autres opérations (prêts intragroupe)	-0,5	-1,4	-3,5	-0,5
Investissements de portefeuille	15,4	8,0	-6,0	45,6
Avoirs	9,2	17,5	-17,8	64,8
Actions et titres d'OPC	-13,2	-1,3	9,4	13,4
Titres de dette à long terme (plus d'un an)	22,6	13,5	14,8	24,4
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	-0,3	5,3	-42,0	27,0
Engagements	-6,3	9,6	-11,7	19,1
Actions et titres d'OPC	8,1	-6,5	0,8	21,9
Titres de dette à long terme (plus d'un an)	-4,1	14,3	-9,2	-8,8
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	-10,3	1,7	-3,3	6,0
Instruments financiers dérivés	-10,1	-1,5	-5,3	-1,9
Autres investissements ^{a)}	-6,7	3,2	-5,1	-55,8
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-2,1	8,9	-25,0	0,5
Avoirs de réserve	1,4	-2,0	0,6	0,5
Erreurs et omissions nettes	4,6	6,1	-16,1	-7,8

La balance des paiements est publiée conformément au 6^e Manuel de Balance des paiements.

a) Opérations de prêts et emprunts.

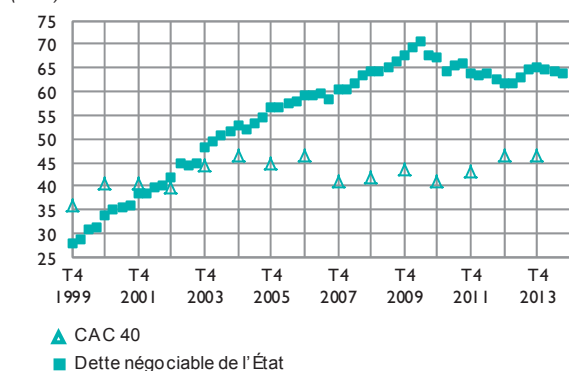
Figure 10
Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur mixte)

(en milliards d'euros)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T3
Créances	5 427,2	5 731,9	5 962,1	6 016,3	5 741,4	6 250,0
Investissements directs français à l'étranger	1 024,0	1 140,1	1 238,6	1 268,5	1 235,9	1 316,0
Capitaux propres	736,3	839,1	874,5	914,6	897,3	965,5
Autres opérations (prêts intragroupe)	287,6	301,0	364,1	353,9	338,6	350,5
Investissements de portefeuille	2 070,8	2 100,1	1 865,6	1 991,0	2 094,7	2 255,1
Instruments financiers dérivés	926,6	825,8	1 092,2	1 080,2	804,7	930,5
Autres investissements ^{a)}	1 313,5	1 541,4	1 632,7	1 536,8	1 501,1	1 632,9
Avoirs de réserve	92,4	124,5	133,1	139,9	105,1	115,5
Engagements	5 696,1	5 900,3	6 117,4	6 236,2	6 070,2	6 600,3
Investissements directs étrangers en France	690,8	733,1	811,2	824,8	825,2	856,9
Capitaux propres	408,4	434,5	443,1	442,3	460,0	497,7
Autres opérations (prêts intragroupe)	282,5	298,6	368,1	382,5	365,2	359,3
Investissements de portefeuille	2 290,0	2 420,9	2 412,2	2 612,1	2 819,3	3 024,4
Instruments financiers dérivés	998,3	873,6	1 136,6	1 125,4	869,8	1 001,0
Autres investissements ^{a)}	1 717,0	1 872,8	1 757,4	1 673,9	1 555,9	1 718,0
Position nette	-268,8	-168,4	-155,3	-219,9	-328,7	-350,3

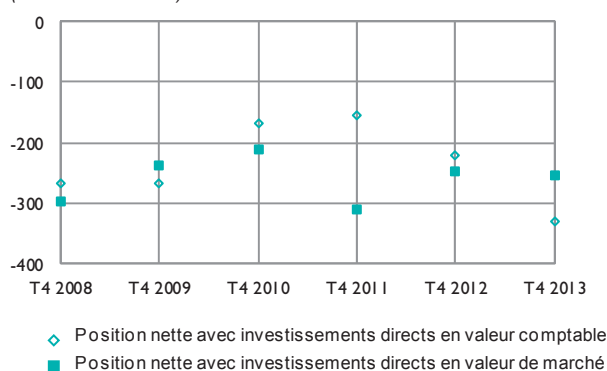
Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État

(en %)



Position extérieure de la France

(en milliards d'euros)



La position extérieure est publiée conformément au 6^e Manuel de Balance des paiements.

a) Opérations de prêts et emprunts

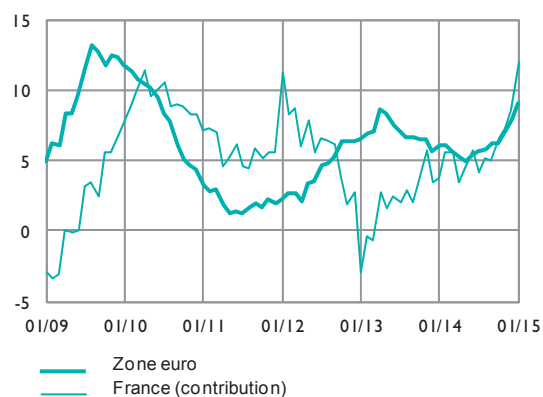
Figure 11
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

(taux de croissance annuel en %)

	2012	2013	2014	2014	2014						2015
	déc.	déc.	déc.	janv.	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.
M1											
Zone euro ^{a)}	6,4	5,7	7,9	6,1	5,6	5,8	6,2	6,2	6,9	7,9	9,0
France (contribution)	2,8	3,4	8,6	3,7	4,1	5,2	5,0	6,6	7,3	8,6	11,9
M2											
Zone euro ^{a)}	4,5	2,5	3,6	2,4	2,5	2,7	3,0	2,7	3,3	3,6	4,0
France (contribution)	5,2	2,3	3,5	1,6	1,1	1,9	2,0	2,8	3,4	3,5	5,1
M3											
Zone euro ^{a)}	3,5	1,0	3,8	1,2	1,8	2,0	2,5	2,5	3,1	3,8	4,1
France (contribution)	2,6	1,3	3,5	1,4	0,9	1,2	1,5	3,1	3,7	3,5	3,7
Crédits au secteur privé											
Zone euro ^{a)}	-0,6	-2,3	-0,5	-2,3	-1,6	-1,5	-1,2	-1,1	-0,9	-0,5	-0,1
France ^{b)}	2,5	0,7	2,6	0,5	1,6	1,5	2,0	1,7	1,9	2,6	2,5

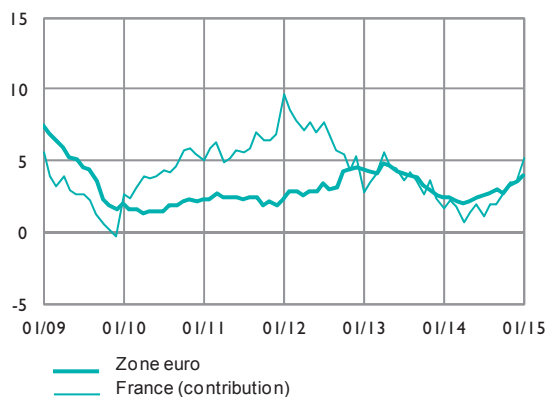
M1

(taux de croissance annuel en %)



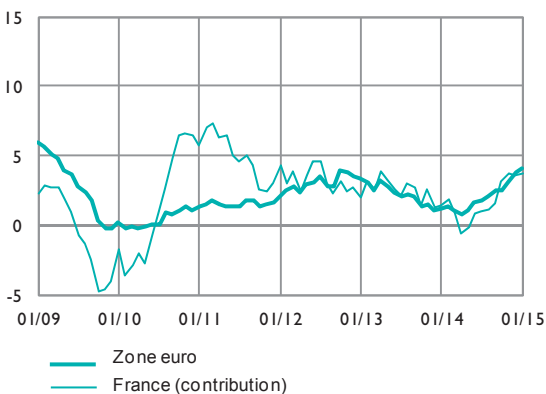
M2

(taux de croissance annuel en %)



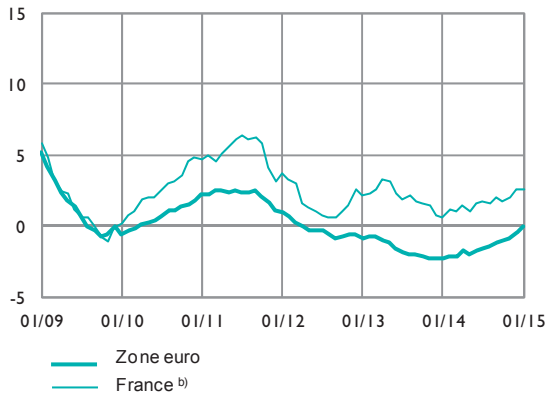
M3

(taux de croissance annuel en %)



Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en %)



a) Données corrigées des effets saisonniers et calendaires

b) Crédits consentis par les IFM résidant en France aux résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations publiques

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 23 mars 2015

Figure 12
Situation mensuelle de la Banque de France ^{a)}

(encours en fin de période en milliards d'euros)

	2012	2013	2014	2014	2014			2015
	déc.	déc.	déc.	janv.	oct.	nov.	déc.	janv.
Actif								
Territoire national	326,4	199,7	213,6	189,7	162,7	171,2	213,6	217,1
Crédits	234,2	127,1	137,8	117,3	93,8	98,4	137,8	137,7
IFM ^{b)}	234,0	127,0	137,6	117,1	93,7	98,2	137,6	137,5
Administrations publiques	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres secteurs	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Titres de créances détenues	92,1	72,5	75,7	72,3	68,7	72,6	75,7	79,3
IFM	32,2	25,2	33,5	25,6	28,6	31,4	33,5	35,7
Administrations publiques	59,9	47,3	42,2	46,7	40,1	41,2	42,2	43,7
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actions et autres participations	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres États de la zone euro ^{b)}	87,6	91,4	86,7	91,9	86,9	86,9	86,7	88,0
Reste du monde ^{b)}	114,9	88,3	90,9	93,6	91,7	88,2	90,9	90,8
Avoirs en or	98,8	68,2	77,3	72,6	72,9	74,3	77,3	87,3
Non ventilé par zone géographique ^{c)}	109,6	107,6	114,1	101,1	106,6	110,5	114,1	112,2
Total	737,3	555,2	582,6	549,0	520,9	530,9	582,6	595,3
Passif								
Dépôts – Territoire national	200,3	116,0	116,1	96,0	73,3	72,6	116,1	80,9
IFM	194,8	112,2	112,7	94,4	68,3	70,7	112,7	73,2
Administrations publiques	4,9	3,3	2,4	0,7	4,1	0,6	2,4	6,4
Autres secteurs	0,6	0,6	1,0	0,9	0,9	1,3	1,0	1,3
Dépôts – Autres États de la zone euro	73,9	34,1	30,9	48,2	27,0	35,2	30,9	64,7
Dépôts – reste du monde	146,0	112,6	117,4	113,8	114,8	116,7	117,4	121,1
Non ventilé par zone géographique	317,1	292,5	318,2	291,0	305,8	306,5	318,2	328,6
Billets et pièces en circulation ^{d)}	173,5	181,7	192,6	176,8	184,8	185,9	192,6	189,1
dont pièces ^{e)}	2,9	3,0	3,1	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital, réserves et comptes de réévaluation	117,0	86,6	101,7	91,0	97,8	97,7	101,7	112,7
Autres	26,5	24,1	24,0	23,2	23,2	22,9	24,0	26,9
Total ^{f)}	737,3	555,2	582,6	549,0	520,9	530,9	582,6	595,3

a) Ces statistiques sont transmises à la Banque centrale européenne, le 15^e jour ouvré suivant le mois sous revue, dans le cadre de l'élaboration du bilan des institutions financières monétaires (règlement BCE/2013/33).

b) Ce montant intègre notamment les encours des opérations de marché.

c) Y compris l'ajustement lié au mode de comptabilisation des billets en euro au passif du bilan de la Banque de France depuis janvier 2002.

d) Depuis janvier 2002, les billets en circulation font l'objet d'un traitement statistique qui prend en compte les conventions comptables adoptées au niveau de la zone euro. Les billets en euros en circulation sont émis légalement à hauteur de 8 % par la Banque centrale européenne, le solde étant réparti entre les différents pays de la zone au prorata de la part détenue par chaque banque centrale nationale dans le capital de la BCE.

e) Bien que les pièces en circulation ne constituent pas un élément du passif des IFM de l'Union monétaire, mais un élément du passif des administrations publiques, leur montant est inclus dans les agrégats monétaires et, par convention, doit figurer dans le poste "billets et pièces en circulation". La contrepartie de cet élément du passif est incluse dans les "autres actifs". (Règlement BCE/2013/33.)

f) Le total du bilan comptable à fin 2013 rendu public en mars 2014 (550 mds) peut être obtenu en déduisant du total de la situation mensuelle à fin décembre 2013 (555,2 mds) : les pièces (3 mds) ainsi que les éléments liés au décalage comptable entre la situation établie dans les premiers jours de janvier 2014 et le bilan comptable, qui intègre les écritures d'arrêté (2,2 mds).

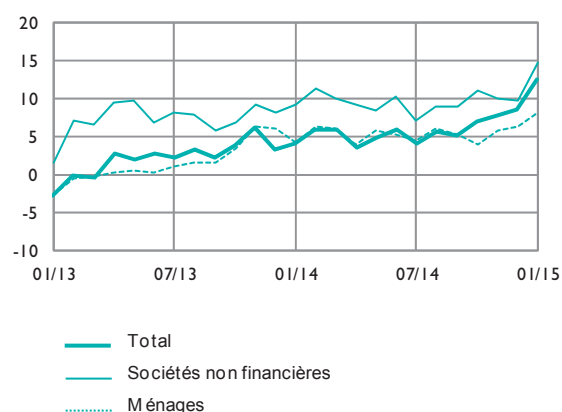
Figure 13
Dépôts – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en %)

	2012	2013	2014	2014	2014			2015
	déc.	déc.	déc.	janv.	oct.	nov.	déc.	janv.
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	555,9	582,3	626,6	553,3	591,2	597,9	626,6	617,2
Ménages et assimilés	279,2	295,5	314,2	289,0	303,5	306,5	314,2	313,0
Sociétés non financières	214,7	231,2	254,1	214,0	232,0	235,9	254,1	246,7
Administrations publiques (hors adm. centrales)	62,0	55,7	58,3	50,3	55,6	55,6	58,3	57,5
Autres agents	42,5	35,7	43,6	42,2	47,8	43,8	43,6	51,2
Total – Encours	598,0	617,7	669,8	595,1	638,6	641,3	669,8	668,0
Total – Taux de croissance	2,8	3,3	8,4	3,8	6,7	7,6	8,4	12,2
Comptes sur livret								
Livrets A et bleu	247,2	263,2	260,0	264,9	258,7	257,4	260,0	259,2
Comptes épargne-logement	35,2	33,4	31,2	33,2	31,2	31,0	31,2	31,0
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	92,0	100,7	101,9	101,4	100,8	100,4	101,9	101,7
Livrets d'épargne populaire	51,7	48,3	46,5	46,3	45,9	45,8	46,5	46,3
Livrets jeune	7,0	6,9	6,8	6,7	6,8	6,8	6,8	6,5
Livrets soumis à l'impôt	178,7	172,5	169,5	175,3	172,5	171,3	169,5	171,0
Total – Encours	611,7	625,1	615,8	627,8	615,9	612,8	615,8	615,8
Total – Taux de croissance	9,4	2,2	-1,5	0,9	-1,2	-1,1	-1,5	-1,9

Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)

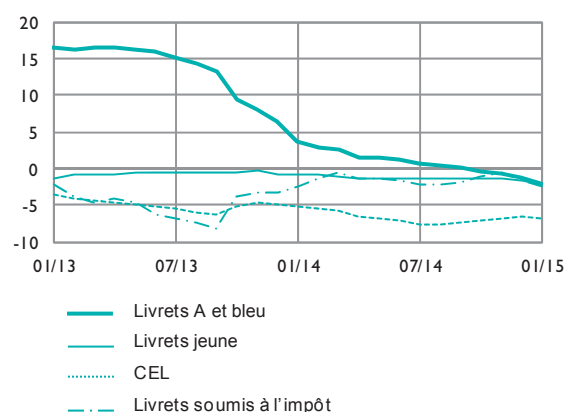


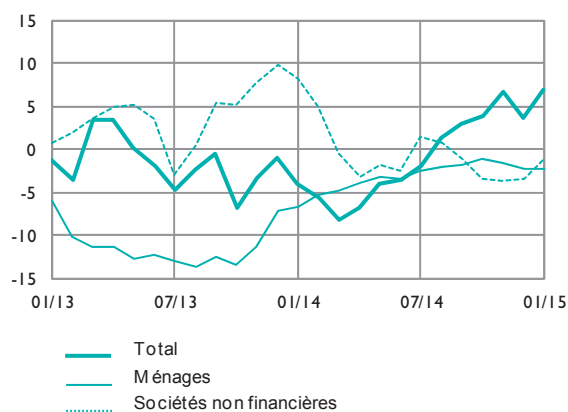
Figure 14
Dépôts à terme – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en %)

	2012	2013	2014	2014	2014			2015
	déc.	déc.	déc.	janv.	oct.	nov.	déc.	janv.
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	111,8	117,3	114,7	114,0	107,3	108,5	114,7	114,1
Ménages et assimilés	30,9	28,6	28,0	28,6	28,3	28,2	28,0	28,2
Sociétés non financières	79,9	87,7	85,1	84,3	77,7	79,0	85,1	84,1
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,9	1,0	1,6	1,0	1,3	1,3	1,6	1,8
Autres agents	40,7	33,5	41,6	31,2	40,3	44,1	41,6	41,1
Total – Encours	152,5	150,7	156,3	145,2	147,7	152,7	156,3	155,2
Total – Taux de croissance	-1,1	-1,1	3,7	-4,2	3,8	6,6	3,7	6,9
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	328,9	342,2	363,9	344,0	355,3	357,0	363,9	367,6
Ménages et assimilés	269,4	274,8	289,6	275,8	282,9	284,3	289,6	293,7
PEL	188,2	197,7	215,9	199,3	208,8	210,2	215,9	219,9
PEP	24,0	23,0	22,2	22,9	21,9	21,8	22,2	22,1
Autres	57,1	54,1	51,6	53,7	52,2	52,2	51,6	51,7
Sociétés non financières	58,1	65,5	72,2	66,2	70,6	70,8	72,2	71,6
Administrations publiques (hors adm. centrales)	1,4	1,9	2,1	1,9	1,9	1,9	2,1	2,3
Autres agents	154,7	157,0	92,6	155,6	92,8	91,1	92,6	90,4
Total – Encours	483,5	499,3	456,5	499,6	448,1	448,1	456,5	458,0
Total – Taux de croissance	0,3	3,4	-8,8	2,3	-10,9	-10,9	-8,8	-8,6

Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)

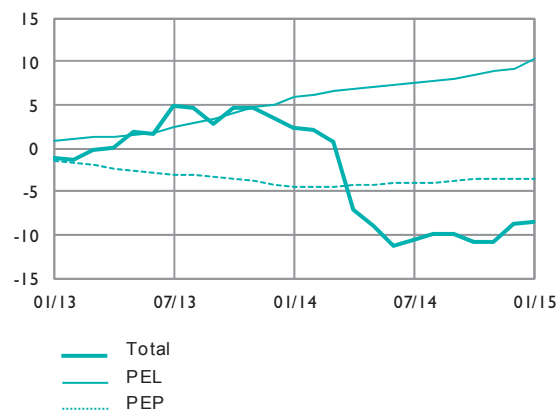


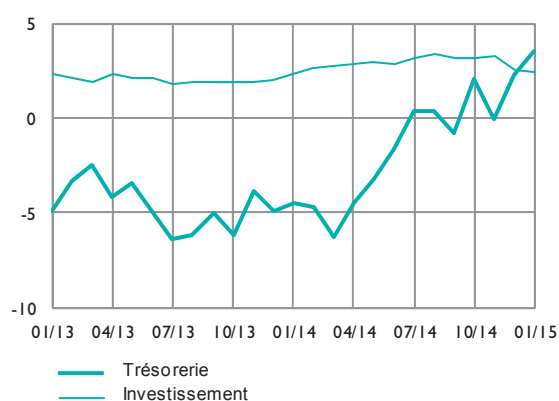
Figure 15
Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance annuel en %)

	2012	2013	2014	2014	2014				2015
	déc.	déc.	déc.	janv.	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.
Crédits à la clientèle résidente									
Secteur privé	2 100,0	2 114,9	2 167,7	2 122,9	2 158,8	2 156,2	2 157,3	2 167,7	2 168,6
Administrations publiques	206,8	213,1	214,7	213,2	213,6	215,8	215,7	214,7	224,8
Total – Encours	2 306,7	2 328,1	2 382,4	2 336,1	2 372,4	2 372,0	2 373,0	2 382,4	2 393,3
Secteur privé	2,5	0,7	2,6	0,5	2,0	1,7	1,9	2,6	2,5
Administrations publiques	6,1	2,8	3,3	1,7	1,2	1,4	1,2	3,3	5,8
Total – Taux de croissance	2,8	0,9	2,6	0,6	1,9	1,7	1,9	2,6	2,8
Crédits aux sociétés non financières									
Investissement	563,0	568,0	581,7	569,0	572,8	575,2	576,4	581,7	578,1
Trésorerie	174,1	167,5	175,6	169,3	171,6	175,3	173,7	175,6	176,9
Autres objets	82,0	81,3	81,1	78,8	80,6	79,8	78,8	81,1	80,2
Total – Encours	819,1	816,7	838,4	817,1	825,0	830,3	828,9	838,4	835,2
Total – Taux de croissance	1,0	0,2	2,3	0,3	1,9	2,7	2,1	2,3	2,6
Crédits aux ménages									
Habitat	874,2	907,0	927,4	907,0	922,1	924,5	925,6	927,4	930,7
Trésorerie	160,4	157,3	159,5	156,7	157,1	158,6	158,0	159,5	158,5
Autres objets	92,1	92,3	91,5	92,6	92,5	92,7	92,9	91,5	90,5
Total – Encours	1 126,7	1 156,6	1 178,4	1 156,2	1 171,7	1 175,8	1 176,5	1 178,4	1 179,7
Total – Taux de croissance	2,3	2,5	2,2	2,5	2,5	2,5	2,5	2,2	2,4

Crédits aux sociétés non financières – France

(taux de croissance annuel en %)



Crédits aux ménages – France

(taux de croissance annuel en %)

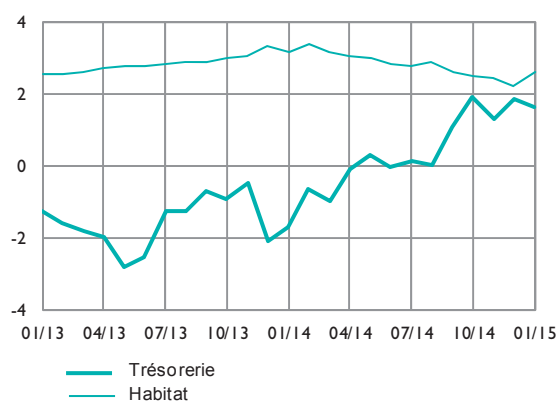


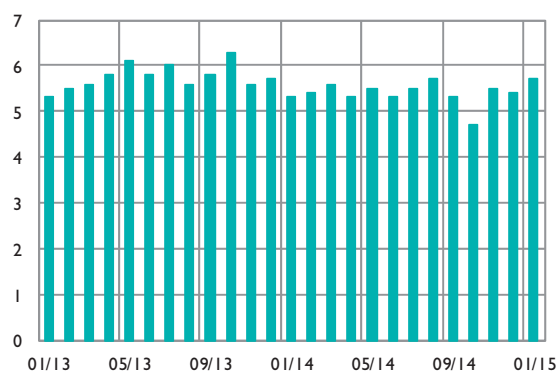
Figure 16
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente, hors découverts – France

(flux mensuel cvs en milliards d'euros)

	2013		2014	2014		2015
	nov.	déc.	janv.	nov.	déc.	janv.
Crédits aux sociétés non financières						
Crédits ≤ 1 million d'euros ^{a)}	5,6	5,7	5,3	5,5	5,4	5,7
Crédits > 1 million d'euros ^{a)}	10,2	11,0	7,8	11,4	10,7	12,7
Crédits aux ménages						
Crédits de trésorerie aux entrepreneurs individuels et aux particuliers, hors crédits renouvelables à la consommation	3,9	3,9	4,0	3,9	3,9	4,0
Crédits à l'habitat	13,0	12,5	10,2	11,3	11,8	12,5

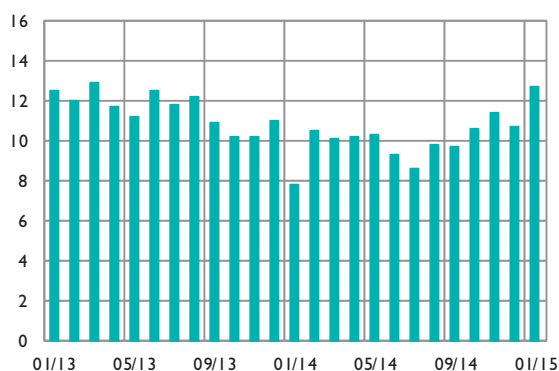
Sociétés non financières – Crédits ≤ 1 million d'euros

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



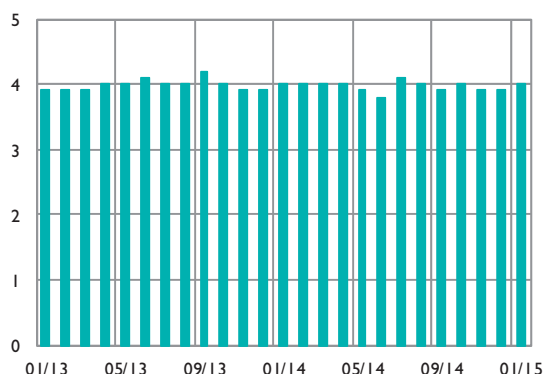
Sociétés non financières – Crédits > 1 million d'euros

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



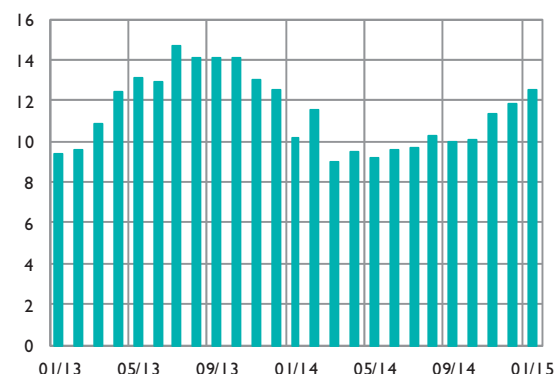
Ménages – Trésorerie

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



Ménages – Habitat

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



a) Toutes périodes de fixation initiale du taux

Figure 17
Placements et financements des sociétés d'assurance et fonds de pension – Zone euro et France

(en milliards d'euros)

Zone euro						
	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2013		2014			2014
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	-16,0	-23,6	-22,8	-18,0	-17,0	782,9
<i>dont dépôts inclus dans M3 ^{a)}</i>	2,7	-14,0	-6,9	5,6	4,6	204,8
Titres de créance à court terme	-15,8	-10,9	-10,4	1,0	-1,8	56,9
Titres de créance à long terme	111,4	138,3	114,1	113,8	113,2	3 382,8
Crédits	2,5	1,4	11,4	18,0	11,3	729,8
Actions et autres participations	145,5	132,3	134,5	132,5	145,1	3 323,7
<i>dont actions cotées</i>	9,2	4,3	5,0	9,8	6,6	386,0
Actifs nets résiduels	-39,1	9,3	19,1	19,0	47,5	331,9
Financements						
Titres de créance	2,7	-1,3	-1,1	5,7	7,9	63,0
Crédits	-15,9	5,5	4,1	7,6	20,3	372,4
Actions et autres participations	5,0	6,5	3,4	3,9	3,2	551,7
Provisions techniques d'assurance	195,9	196,8	207,0	235,8	249,9	7 169,7
<i>Assurance-vie</i>	158,6	165,8	176,5	200,6	213,1	6 053,8
<i>Assurance-dommages</i>	37,3	31,0	30,5	35,2	36,8	1 115,9
Solde des créances et dettes (B9B)	0,6	39,3	32,5	13,4	17,1	

(en milliards d'euros)

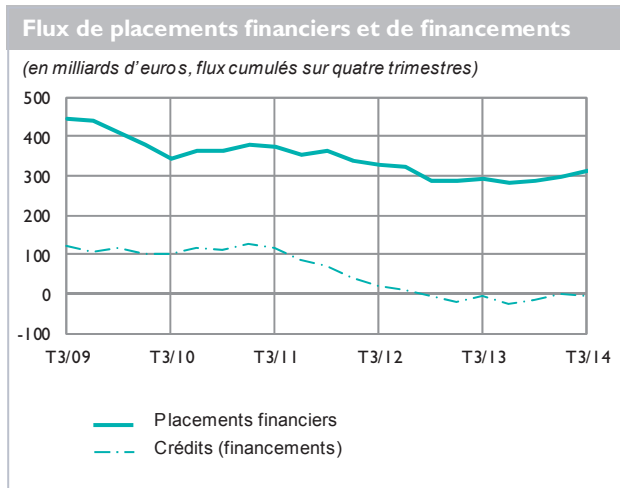
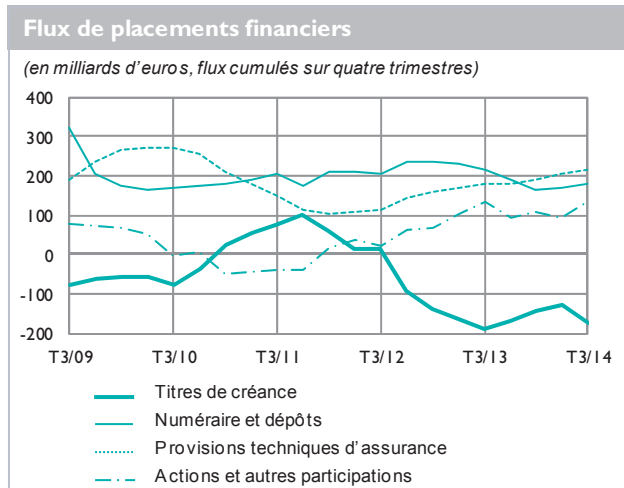
France						
	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2013		2014			2014
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	8,0	4,1	1,2	7,0	3,2	38,5
Titres de créance à court terme	-11,4	-4,5	-9,3	-4,6	-6,5	17,7
Titres de créance à long terme	74,4	67,4	47,0	36,4	20,5	1 396,7
Crédits	0,9	0,3	0,2	0,5	0,9	36,7
Actions et autres participations	-2,6	-3,4	10,3	16,0	37,0	751,9
<i>dont actions cotées</i>	-2,4	-1,2	-1,6	-1,9	-0,2	82,2
Actifs nets résiduels	-15,9	-13,7	-10,6	-7,1	-5,0	-32,3
Financements						
Titres de créance	2,5	1,4	1,2	1,5	0,9	13,2
Crédits	16,1	11,8	8,9	5,0	7,0	102,7
Actions et autres participations	1,2	1,6	1,1	1,0	0,9	112,1
Provisions techniques d'assurance	55,2	50,5	51,9	55,6	59,3	1 875,7
<i>Assurance-vie et fonds de pension</i>	39,7	38,3	38,7	42,2	45,1	1 582,4
<i>Assurance-dommages</i>	15,5	12,2	13,2	13,4	14,3	293,2
Solde des créances et dettes (B9B)	1,5	6,6	-1,8	8,9	7,8	

a) Dépôts à moins de 2 ans et à préavis de moins de 3 mois des assurances auprès des IFM et des administrations centrales

Figure 18
Placements et financements des ménages – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2013		2014			2014
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	216,3	187,3	164,0	171,1	177,9	7 306,4
dont dépôts inclus dans M3 ^{a)}	171,0	102,9	74,1	96,8	113,8	5 503,4
Titres de créance à court terme	-29,5	-23,0	-14,3	-8,8	-7,4	54,8
Titres de créance à long terme	-160,9	-146,6	-127,8	-121,7	-166,5	1 033,2
Actions et autres participations	131,1	92,1	108,6	89,9	130,5	5 236,9
Actions cotées	-4,2	-10,7	-4,2	-12,9	14,3	834,9
Actions non cotées et autres participations	78,6	70,8	66,4	36,3	10,2	2 824,2
Titres d'OPC	56,7	32,0	46,4	66,5	106,0	1 577,9
dont titres d'OPC monétaires	-14,9	-0,4	-0,8	0,7	6,2	177,7
Provisions techniques d'assurance	177,3	179,3	190,5	203,3	212,8	6 774,6
Actifs nets résiduels	-42,9	-8,9	-33,7	-38,6	-35,9	-99,5
Financements						
Crédits	-8,2	-25,3	-15,2	-1,2	-5,2	6 148,0
dont crédits des IFM de la zone euro	7,5	-4,2	-4,5	-33,6	-26,1	5 196,9
Réévaluation des actifs financiers et autres flux						
Actions et autres participations	361,7	456,7	580,6	686,6	364,4	
Provisions techniques d'assurance	1,6	-11,2	70,5	137,1	238,3	
Autres flux	41,5	21,4	75,2	104,2	114,3	
Variation de la valeur financière nette	704,5	772,3	1 028,9	1 224,2	1 033,7	



a) Dépôts à moins de 2 ans et à préavis de moins de 3 mois des ménages auprès des IFM et des administrations centrales

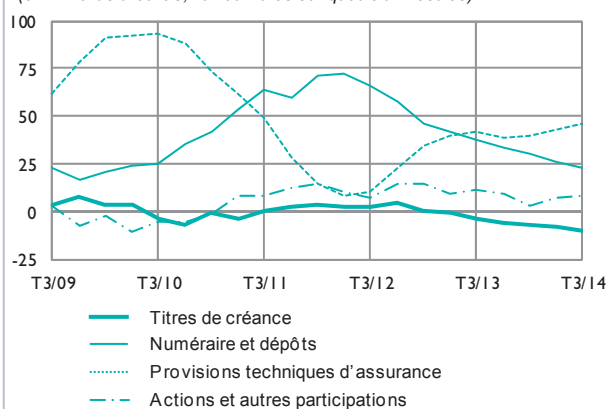
Figure 19
Placements et financements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2013		2014			2014
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	37,1	33,2	30,6	25,8	22,5	1 328,8
Titres de créance à court terme	0,0	-0,5	-0,3	0,0	-0,1	18,6
Titres de créance à long terme	-4,5	-5,9	-6,9	-8,1	-10,0	62,0
Actions et autres participations	11,2	9,6	3,0	6,6	8,1	1 320,7
Actions cotées	-5,0	-4,8	-4,8	-3,5	-0,2	185,1
Actions non cotées et autres participations	23,2	24,0	19,4	21,9	14,1	828,0
Titres d'OPC	-7,1	-9,5	-11,7	-11,9	-5,8	307,6
dont titres d'OPC monétaires	-5,9	-5,5	-6,4	-6,1	-6,0	15,1
Provisions techniques d'assurance	41,2	39,0	39,8	43,2	46,4	1 684,7
Actifs nets résiduels	20,9	23,3	-2,9	-14,6	-10,3	75,9
Financements						
Crédits	26,7	22,9	23,1	23,8	20,6	1 190,0
Réévaluation des actifs financiers et autres flux						
Actions et autres participations	114,5	96,2	94,8	122,4	46,1	
Provisions techniques d'assurance	22,5	17,3	22,0	27,9	18,2	
Autres flux	2,2	1,1	6,0	5,8	1,3	
Variation de la valeur financière nette	218,5	190,4	163,0	185,2	101,6	

Flux de placements financiers

(en milliards d'euros, flux cumulés sur quatre trimestres)



Flux de placements financiers et de financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur quatre trimestres)

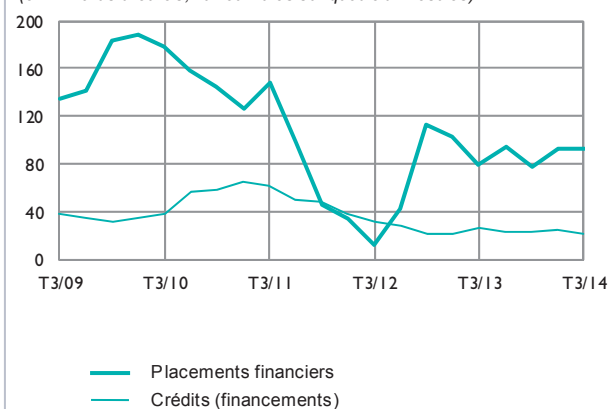


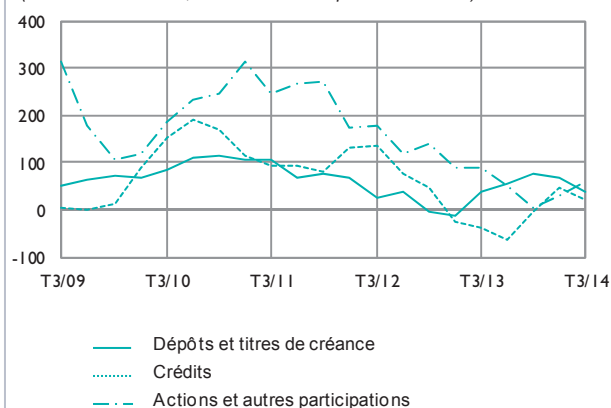
Figure 20
Placements et financements des sociétés non financières – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2013		2014			2014
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	85,7	95,2	96,5	101,2	78,4	2 152,5
<i>dont dépôts inclus dans M3 ^{a)}</i>	86,7	102,1	91,6	99,6	101,6	1 792,6
Titres de créance	-49,5	-41,7	-19,5	-34,6	-41,0	291,6
Crédits	-39,9	-62,4	-3,5	46,0	21,4	3 486,9
Actions et autres participations	87,7	51,3	4,1	28,3	60,3	8 770,2
Provisions techniques d'assurance	1,8	0,3	1,0	1,7	2,1	204,4
Actifs nets résiduels	98,4	103,4	100,6	102,3	65,0	454,3
Financements						
Endettement	-91,0	-119,8	-84,0	-2,2	-37,0	10 502,3
Crédits	-181,9	-201,6	-154,2	-69,4	-86,7	8 953,0
<i>dont crédits des IFM de la zone euro</i>	-165,7	-133,2	-137,0	-103,1	-89,3	4 288,6
Titres de créance	86,8	77,9	66,0	62,9	44,8	1 186,4
Réserves de fonds de pension	4,0	3,9	4,2	4,3	4,9	362,9
Actions et autres participations	237,4	201,0	192,7	175,2	154,5	14 304,0
<i>Actions cotées</i>	44,7	30,6	36,2	38,8	68,1	4 513,3
<i>Actions non cotées et autres participations</i>	192,7	170,4	156,6	136,4	86,4	9 790,7
Solde des créances et dettes (B9B)	37,9	64,9	70,5	71,8	68,8	

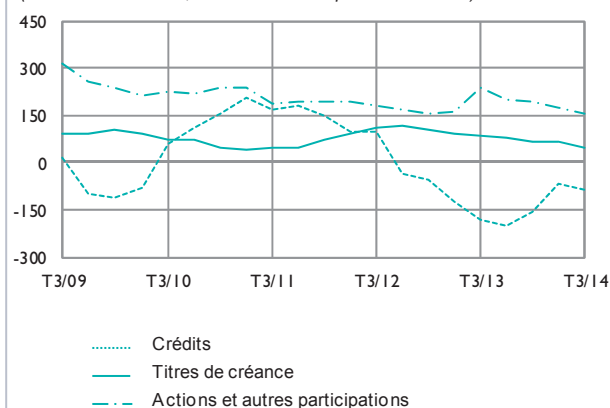
Flux de placements financiers

(en milliards d'euros, flux cumulés sur quatre trimestres)



Flux de financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur quatre trimestres)



a) Dépôts à moins de 2 ans et à préavis de moins de 3 mois des SNF auprès des IFM et des administrations centrales

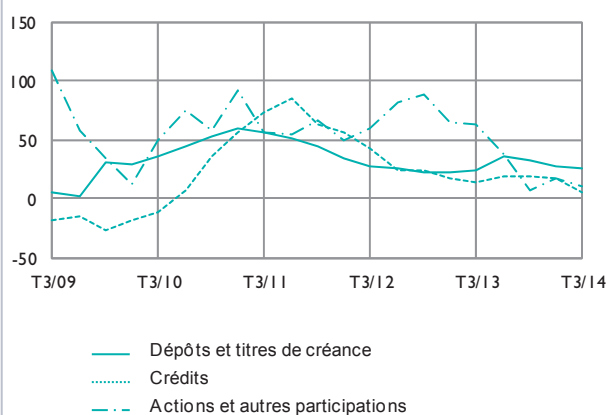
Figure 21
Placements et financements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2013		2014			2014
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	34,9	46,0	34,7	32,3	27,0	454,3
Titres de créance	-10,7	-9,8	-1,7	-5,5	-1,7	58,3
Crédits	14,0	19,3	18,8	16,8	4,3	1 111,4
Actions et autres participations	62,3	36,9	6,2	17,2	10,5	3 452,7
Provisions techniques d'assurance	0,5	0,2	0,1	-0,1	0,0	49,3
Actifs nets résiduels	-32,2	-17,7	15,4	24,9	48,4	155,6
Financements						
Endettement	41,1	41,3	43,5	70,4	54,5	2 610,0
Crédits	15,6	24,4	15,4	18,8	5,2	2 040,1
Titres de créance	25,5	16,9	28,1	51,5	49,3	570,0
Actions et autres participations	74,8	68,4	68,2	74,9	69,8	4 898,0
Actions cotées	11,7	9,7	12,6	15,9	9,9	1 384,8
Actions non cotées et autres participations	63,1	58,7	55,6	59,0	59,9	3 513,1
Solde des créances et dettes (B9B)	-47,0	-34,9	-38,2	-59,5	-35,8	

Flux de placements financiers

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Flux de financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)

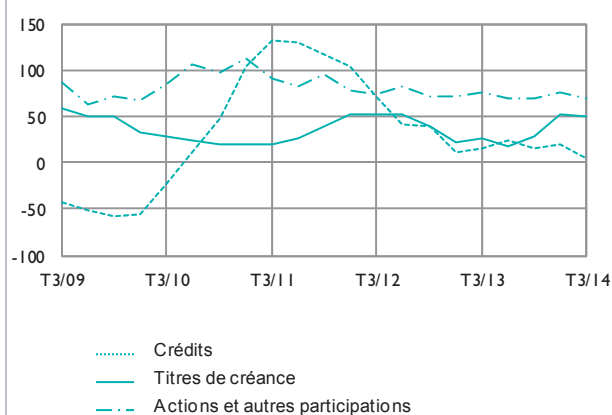


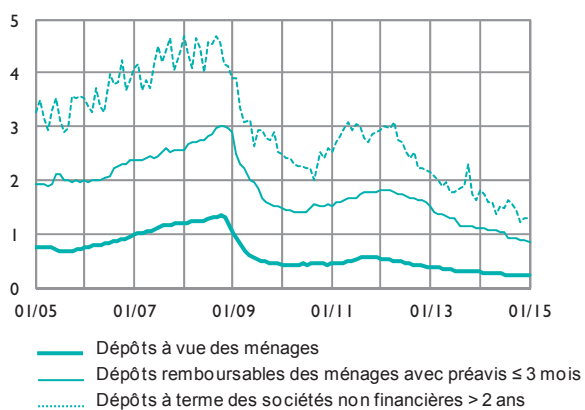
Figure 22
Taux de rémunération des dépôts bancaires – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2013	2014	2014	2014				2015
	déc.	déc.	janv.	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,29	0,22	0,28	0,23	0,22	0,21	0,22	0,21
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,11	0,86	1,09	0,92	0,91	0,89	0,86	0,84
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	1,63	1,28	1,81	1,53	1,43	1,20	1,28	1,28
France								
Livret A (fin de période)	1,25	1,00	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Livrets à taux réglementés	1,29	1,05	1,28	1,06	1,05	1,05	1,05	1,05
Dépôts à terme ≤ 2 ans	1,97	1,92	1,91	1,94	1,95	1,92	1,92	1,80
Dépôts à terme > 2 ans	2,91	2,79	2,90	2,87	2,81	2,84	2,79	2,76

Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



France

(taux mensuels moyens en %)

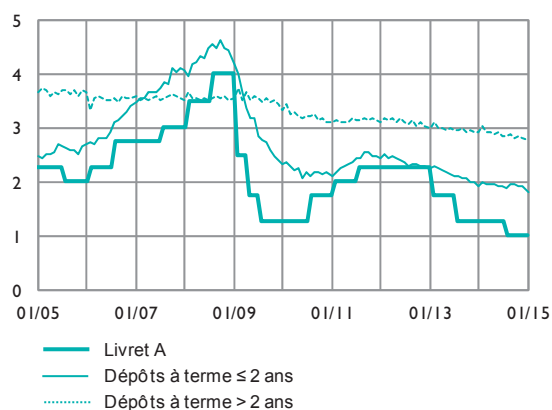
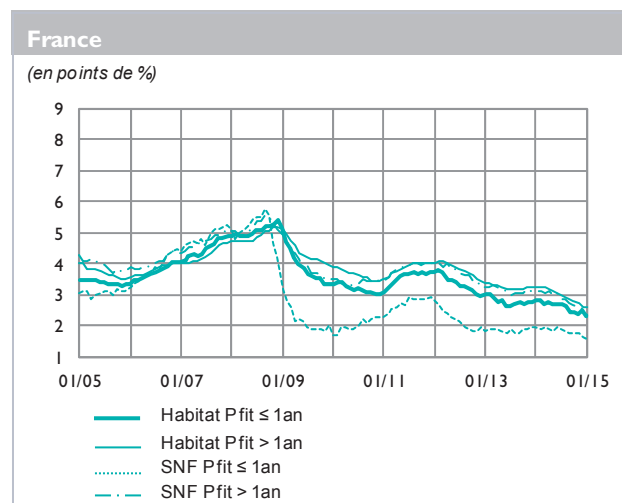
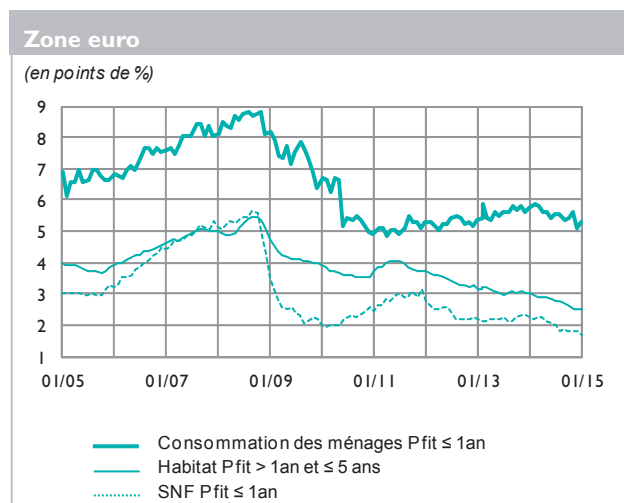


Figure 23
Taux d'intérêt des crédits bancaires – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2014												2015
	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	
Zone euro													
Consommation des ménages													
Taux variable et Pfit ≤ 1 an ^{a)}	5,85	5,81	5,58	5,62	5,45	5,55	5,55	5,37	5,42	5,59	5,07	5,26	
Habitat													
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans ^{a)}	2,95	2,90	2,91	2,87	2,85	2,75	2,74	2,69	2,63	2,53	2,52	2,53	
SNF > EUR 1 million													
Pfit ≤ 1 an ^{a)}	2,17	2,25	2,24	2,11	2,09	1,99	1,83	1,87	1,80	1,79	1,83	1,70	
France													
Consommation des ménages	5,85	5,78	5,62	5,58	5,43	5,25	5,35	5,21	5,02	5,16	4,97	5,05	
Habitat													
Pfit ≤ 1 an ^{a)}	2,81	2,70	2,76	2,67	2,68	2,65	2,62	2,42	2,40	2,34	2,47	2,28	
Pfit > 1 an ^{a)}	3,22	3,21	3,17	3,12	3,05	2,96	2,89	2,85	2,77	2,70	2,61	2,56	
SNF													
Pfit ≤ 1 an ^{a)}	1,87	1,96	1,87	1,80	1,94	1,85	1,83	1,76	1,75	1,71	1,64	1,54	
Pfit > 1 an ^{a)}	3,07	3,06	3,08	3,00	3,03	2,86	2,86	2,71	2,66	2,56	2,49	2,32	



a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période pendant laquelle le taux d'un contrat est fixe. Elle égale la durée du crédit lorsque le taux est fixe.

Pfit ≤ un an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an.

Pfit > un an : crédits à taux révisable selon une périodicité sup. à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale sup. à un an

Figure 24
Taux d'usure des crédits aux particuliers et coût du crédit aux entreprises – France

(en %)

Seuils de l'usure applicables à partir du 1 ^{er} jour de la période indiquée	2014			2015
	avril	juil.	oct.	janv.
Prêts aux particuliers entrant dans le champ d'application des articles L312-1 à L312-36 du code de la consommation (prêts immobiliers)				
Prêts à taux fixe	5,19	5,11	4,85	4,57
Prêts à taux variable	4,64	4,71	4,53	4,15
Prêts relais	5,39	5,27	5,19	4,92
Prêts aux particuliers n'entrant pas dans le champ d'application des articles L312-1 à L312-36 du code de la consommation (crédits de trésorerie)				
Prêts d'un montant inférieur à 3 000 €	20,27	20,35	20,28	20,25
Prêts d'un montant compris entre 3 000 € et 6 000 €	15,09	14,81	14,59	14,37
Prêts d'un montant supérieur à 6 000 €	10,21	9,79	9,47	9,21

	2013	2014			
	oct.	janv.	avril	juil.	oct.
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 15 245 €	3,09	3,10	3,17	2,93	3,13
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,91	3,63	4,30	4,14	3,53
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	3,32	3,25	3,40	3,70	3,17
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	2,52	2,40	2,81	2,41	2,27
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,55	1,76	1,87	1,55	1,25
> 1 524 490 €	1,10	1,00	1,23	1,06	0,92
Découvert					
≤ 15 245 €	9,94	9,98	9,80	9,86	9,92
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	6,66	6,82	6,47	6,52	6,42
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	5,11	5,52	5,48	4,92	4,63
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	3,87	4,16	3,74	3,36	3,54
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	2,13	2,41	2,13	2,32	1,90
> 1 524 490 €	1,36	1,34	1,25	1,21	1,26
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	3,63	3,47	3,35	3,36	3,14
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,39	3,10	2,99	3,08	2,88
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	2,73	2,64	2,49	2,77	2,70
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	2,21	2,40	2,58	2,38	2,20
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,72	1,70	1,80	1,77	1,43
> 1 524 490 €	1,92	1,92	1,93	1,95	1,72
Crédits à moyen et long termes					
≤ 15 245 €	3,22	3,20	3,06	2,98	2,67
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	2,95	2,89	2,78	2,68	2,43
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	2,89	2,92	2,84	2,68	2,44
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	2,96	2,96	2,88	2,75	2,52
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	2,83	2,90	2,89	2,65	2,38
> 1 524 490 €	2,50	2,44	2,59	2,30	2,14

Source : Banque de France

Réalisé le 23 mars 2015

Figure 25
Taux d'intérêt

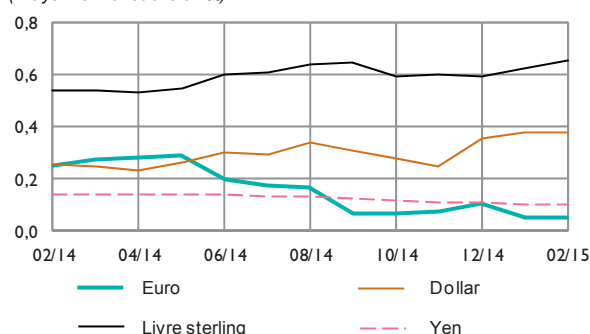
(en %)

(en %)

	Moyenne mensuelle ^{a)}										Taux directeurs au 19/03/15
	2014								2015		
	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											0,05
Au jour le jour	0,24	0,06	0,02	0,04	0,00	0,00	0,00	-0,05	-0,06	-0,05	
À 3 mois	0,29	0,20	0,18	0,16	0,06	0,06	0,07	0,10	0,05	0,05	
À 1 an	0,54	0,48	0,49	0,47	0,36	0,34	0,40	0,39	0,37	0,29	
Livre sterling											0,50
Au jour le jour	0,44	0,44	0,45	0,46	0,48	0,49	0,47	0,47	0,48	0,48	
À 3 mois	0,55	0,60	0,61	0,64	0,64	0,59	0,60	0,59	0,62	0,65	
À 1 an	1,02	1,13	1,16	1,15	1,13	1,06	1,02	0,97	0,97	1,01	
Dollar											0,25
Au jour le jour	0,14	0,14	0,16	0,17	0,15	0,17	0,14	0,15	0,18	0,18	
À 3 mois	0,26	0,30	0,29	0,33	0,31	0,27	0,25	0,35	0,37	0,38	
À 1 an	0,60	0,63	0,64	0,67	0,70	0,63	0,63	0,70	0,78	0,90	
Yen											0,10
Au jour le jour	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05	0,04	0,04	0,04	ND	ND	
À 3 mois	0,14	0,13	0,13	0,13	0,12	0,11	0,11	0,11	0,10	0,10	
À 1 an	0,27	0,28	0,25	0,22	0,23	0,18	0,18	0,18	0,19	0,20	
Taux des emprunts phares à 10 ans ^{b)}											
France	1,84	1,71	1,56	1,41	1,35	1,26	1,14	0,92	0,67	0,60	
Allemagne	1,40	1,35	1,20	1,02	1,00	0,88	0,79	0,65	0,44	0,35	
Zone euro	2,55	2,28	2,16	1,99	1,85	1,69	1,62	1,45	1,27	1,21	
Royaume-Uni	2,63	2,70	2,64	2,46	2,49	2,23	2,13	1,87	1,54	1,67	
États-Unis	2,55	2,59	2,54	2,42	2,52	2,29	2,32	2,20	1,87	1,97	
Japon	0,60	0,59	0,54	0,51	0,54	0,49	0,47	0,39	0,27	0,38	

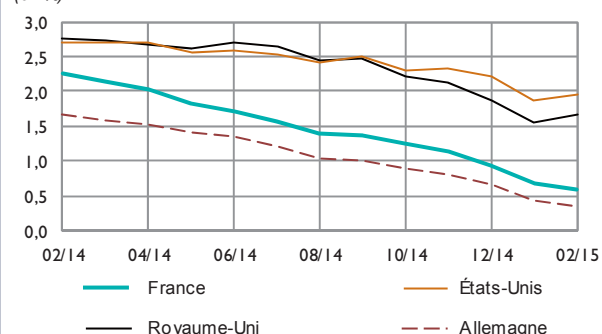
Taux du marché interbancaire à 3 mois

(moyenne mensuelle en %)



Taux des emprunts phares à 10 ans ^{b)}

(en %)



a) Court terme : moyenne des taux interbancaires du milieu de fourchette entre les taux offerts et demandés, extraits des cotations affichées par Reuters, à 16h30 pour l'euro, et à 11h30 pour les autres devises

b) Taux affichés par Reuters à 16h30

Figure 26
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 10 décembre 2014 au 27 janvier 2015)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	790,4	50,2	740,2
Opération principale de refinancement	119,0		119,0
Opération de refinancement à plus long terme	454,4		454,4
Facilités permanentes	0,5	50,2	-49,8
Autres opérations	216,5	0,0	216,5
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	568,0	1 071,9	-503,9
Billets en circulation		1 005,5	-1 005,5
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		66,3	-66,3
Réserves nettes de change (y compris l'or)	576,4		576,4
Autres facteurs (net)	-8,5		-8,5
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			236,3
dont réserves obligatoires			106,2

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 10 décembre 2014 au 27 janvier 2015)

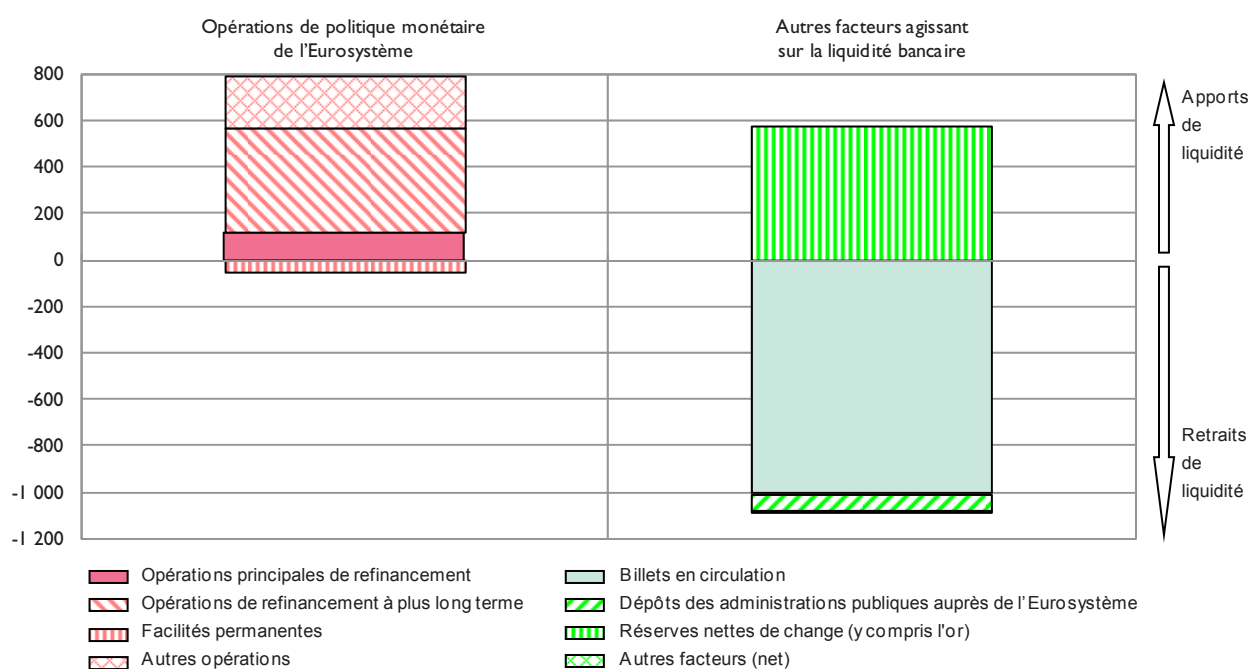


Figure 27
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilités permanentes			
Date de		Taux fixe	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
07/11/13	13/11/13	0,25	07/11/13	13/11/13	0,00	0,75
05/06/14	11/06/14	0,15	05/06/14	11/06/14	-0,10	0,40
04/09/14	10/09/14	0,05	04/09/14	10/09/14	-0,20	0,30

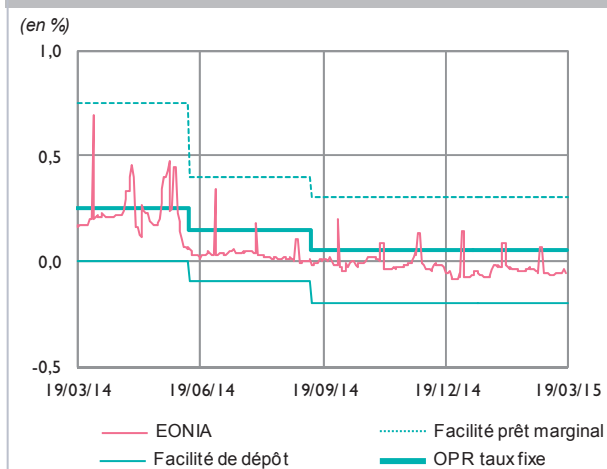
(en %)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2015	11 février ^{a)}	0,05	0,05	2015	10 mars	0,05
	18 février	0,05	0,05		11 mars	0,05
	25 février	0,05	0,05		12 mars	0,05
	4 mars	0,05	0,05		13 mars	0,05
	11 mars	0,05	0,05		18 mars	0,05
	18 mars	0,05	0,05		19 mars	0,05

(en milliards d'euros, taux en %)

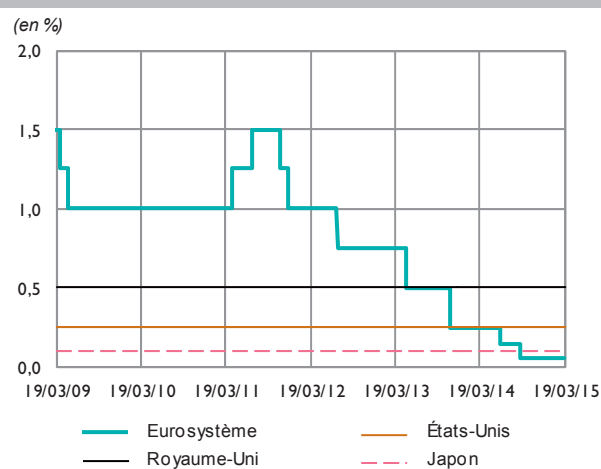
Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)								
Période de réserve prenant fin le		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération
		zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France	
2014	12 août	105,00	20,10	210,20	43,30	105,20	23,10	0,15
	9 septembre	105,20	20,30	210,10	40,70	104,90	20,50	0,15
	7 octobre	105,30	20,10	192,60	35,00	87,30	14,90	0,05
	11 novembre	105,70	20,00	188,30	34,20	82,80	14,20	0,05
	9 décembre	106,50	20,00	185,40	33,70	79,00	13,70	0,05
2015	27 janvier	106,30	19,90	236,30	36,40	130,10	16,60	0,05

Taux directeurs de l'Eurosystème et EONIA



a) Appel d'offres à taux fixe

Taux directeurs des banques centrales



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 23 mars 2015

Figure 28
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt			
	En milliards d'euros ^{a)}		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
13/12/14 au 19/12/14	12,29	232,89	138
20/12/14 au 26/12/14	6,51	229,34	137
27/12/14 au 02/01/15	14,25	220,09	135
03/01/15 au 09/01/15	20,51	227,94	133
10/01/15 au 16/01/15	23,55	241,54	134
17/01/15 au 23/01/15	10,98	245,31	135
24/01/15 au 30/01/15	13,72	240,46	133
31/01/15 au 06/02/15	12,91	239,74	133
07/02/15 au 13/02/15	13,20	243,42	134
14/02/15 au 20/02/15	13,43	242,13	134
21/02/15 au 27/02/15	10,09	231,26	134
28/02/15 au 06/03/15	8,42	226,83	133
07/03/15 au 13/03/15	10,25	228,23	133

Billets de trésorerie			
	En milliards d'euros ^{a)}		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
13/12/14 au 19/12/14	9,23	57,71	102
20/12/14 au 26/12/14	2,74	54,31	95
27/12/14 au 02/01/15	6,04	52,56	91
03/01/15 au 09/01/15	13,78	56,05	98
10/01/15 au 16/01/15	8,23	48,49	100
17/01/15 au 23/01/15	7,92	52,75	102
24/01/15 au 30/01/15	5,63	53,79	100
31/01/15 au 06/02/15	8,44	51,89	105
07/02/15 au 13/02/15	13,02	59,85	107
14/02/15 au 20/02/15	8,79	57,86	105
21/02/15 au 27/02/15	9,68	58,68	108
28/02/15 au 06/03/15	5,59	55,88	109
07/03/15 au 13/03/15	15,04	64,82	109

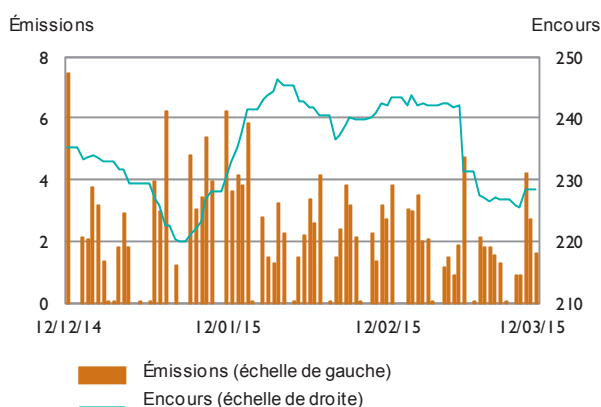
Bons à moyen terme négociables			
	En milliards d'euros ^{a)}		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
13/12/14 au 19/12/14	0,21	66,61	115
20/12/14 au 26/12/14	0,05	66,48	115
27/12/14 au 02/01/15	0,01	66,16	115
03/01/15 au 09/01/15	0,05	65,81	115
10/01/15 au 16/01/15	0,56	61,10	114
17/01/15 au 23/01/15	0,05	61,01	114
24/01/15 au 30/01/15	0,34	60,80	114
31/01/15 au 06/02/15	0,11	55,44	114
07/02/15 au 13/02/15	0,25	55,49	114
14/02/15 au 20/02/15	0,34	55,75	114
21/02/15 au 27/02/15	0,39	55,83	114
28/02/15 au 06/03/15	1,51	56,96	114
07/03/15 au 13/03/15	0,18	57,06	113

a) Les émissions en euros sont cumulées sur la période de référence et les encours sont calculés à la date d'arrêté (dernier jour de la période considérée).

Source : Banque de France

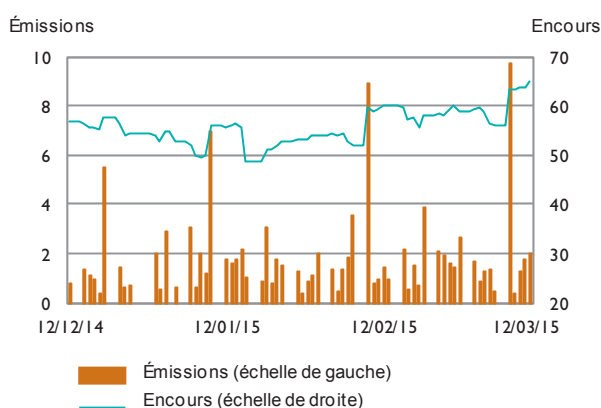
Certificats de dépôt

(données quotidiennes en milliards d'euros)



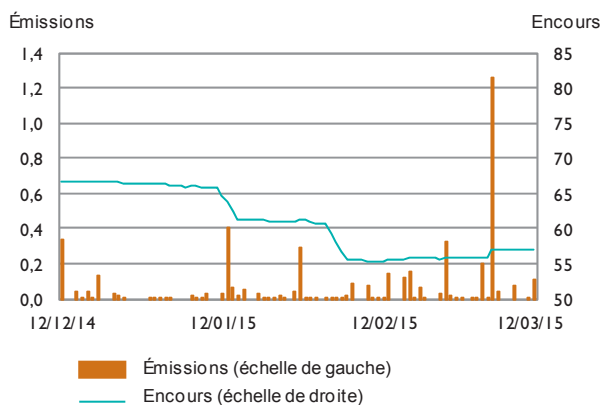
Billets de trésorerie

(données quotidiennes en milliards d'euros)



Bons à moyen terme négociables

(données quotidiennes en milliards d'euros)



Réalisé le 23 mars 2015

Figure 29
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)



Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 23 mars 2015

Figure 30
Titres d'OPC – France

(en milliards d'euros)

	2014			2015
	mars	juin	sept.	janv.
Actif net des OPC par catégories				
OPC monétaires	323,32	308,41	303,90	307,53
OPC obligations	220,76	229,69	236,13	
OPC actions	277,90	286,02	283,85	
OPC diversifiés	276,66	283,91	288,64	
OPC de fonds alternatifs	12,91	12,77	12,72	
OPC garantis	0,00	0,00	0,00	
Fonds à formule	41,57	38,10	36,74	

Actif net des OPC monétaires

(en milliards d'euros)

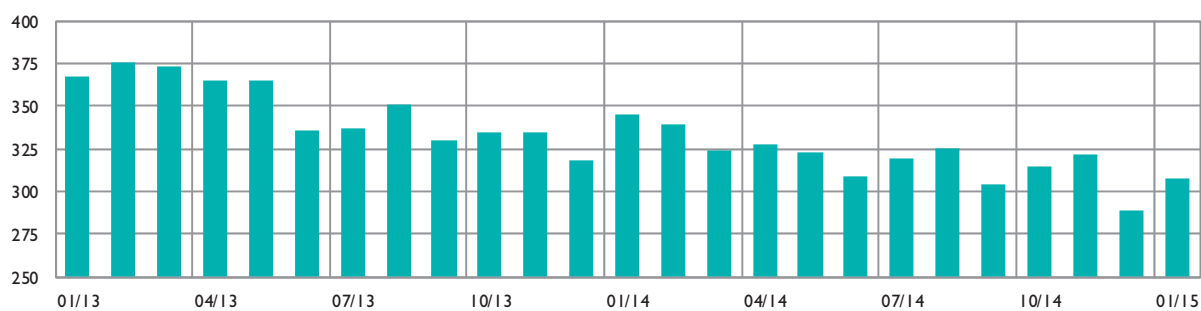


Figure 3 I
Émissions de titres de dette et d'actions cotées par les résidents français

(en milliards d'euros)

en milliards d'euros

	Encours ^{a)}		Émissions nettes ^{b)}			
	2014	2015	Cumul 12 mois	2014		2015
	janv. ^{c)}	janv. ^{c)}		nov. ^{c)}	déc. ^{c)}	janv. ^{c)}
Titres de dette des résidents français						
Total	3 377,9	3 434,2	56,2	10,1	-21,4	-3,3
Sociétés non financières	508,2	546,3	38,1	1,0	0,2	-1,2
<i>court terme (≤ 1 an)</i>	40,3	45,3	5,0	-0,7	-5,8	4,9
<i>long terme (> 1 an)</i>	468,0	501,0	33,0	1,7	6,0	-6,1
Administrations publiques	1 611,4	1 686,0	74,6	9,8	2,6	2,5
<i>court terme (≤ 1 an)</i>	205,5	200,8	-4,7	3,7	-3,6	-5,8
<i>long terme (> 1 an)</i>	1 405,9	1 485,1	79,2	6,1	6,2	8,3
Institutions financières monétaires ^{d)}	1 122,2	1 082,0	-40,2	-1,1	-24,9	-4,9
<i>court terme (≤ 1 an)</i>	260,4	228,8	-31,6	-0,6	-10,5	9,0
<i>long terme (> 1 an) ^{d)}</i>	861,8	853,1	-8,6	-0,5	-14,4	-13,9
Institutions financières non monétaires ^{e)}	136,1	119,9	-16,2	0,4	0,7	0,2

(en milliards d'euros)

en milliards d'euros

	Encours ^{f)}		Émissions nettes ^{b)}			Émissions brutes ^{g)}	Rachats ^{g)}
	2014	2015	Cumul 12 mois	2014	2015	Cumul 12 mois	Cumul 12 mois
	janv.	janv.		déc.	janv.		
Actions françaises cotées							
Total	1 520,8	1 734,1	22,1	4,2	4,8	32,4	10,3
Sociétés non financières	1 296,0	1 514,0	20,5	3,8	4,7	30,8	10,3
Institutions financières monétaires	154,0	141,8	1,1	0,3	0,1	1,1	0,0
Institutions financières non monétaires	70,9	78,3	0,4	0,0	0,0	0,4	0,0

a) L'encours des titres de dette est exprimé en valeur nominale.

b) Les chiffres mensuels sont corrigés des variations saisonnières. Le cumul sur 12 mois est donné en brut.

c) Données éventuellement révisées

d) Hors impact des opérations internes aux groupes bancaires

e) Y compris parts émises par les FCC

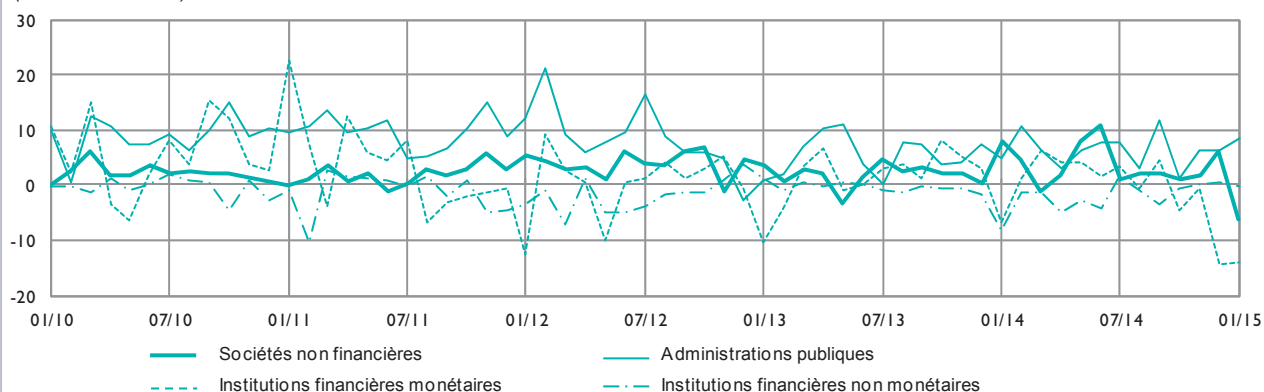
f) L'encours des actions cotées est valorisé au prix de marché.

g) Données non cvs

Figure 32
Émissions de titres de dette et d'actions cotées des résidents français par secteur émetteur

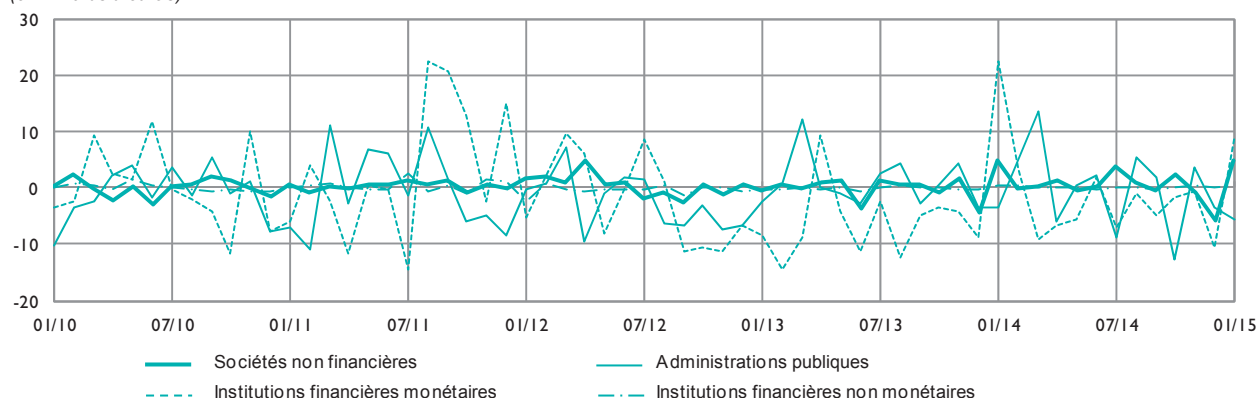
Émissions nettes de titres de dette à long terme des résidents français, désaisonnalisées

(en milliards d'euros)



Émissions nettes de titres de dette à court terme des résidents français, désaisonnalisées

(en milliards d'euros)



Émissions nettes d'actions cotées des résidents français, désaisonnalisées

(en milliards d'euros)

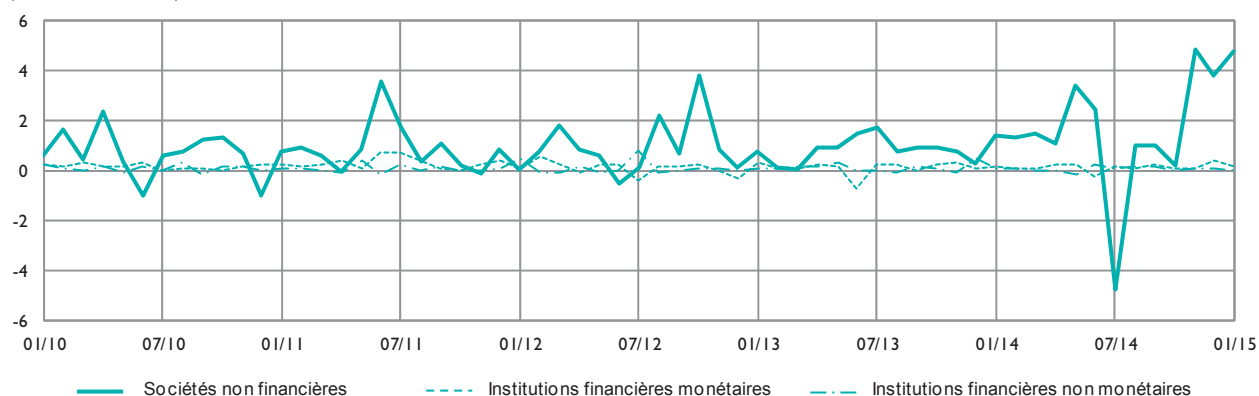


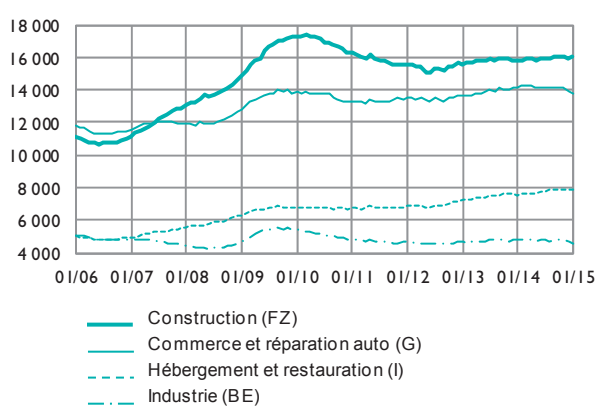
Figure 33
État des défaillances d'entreprises par secteur – France

(en nombre d'entreprises, données brutes, cumul 12 mois)

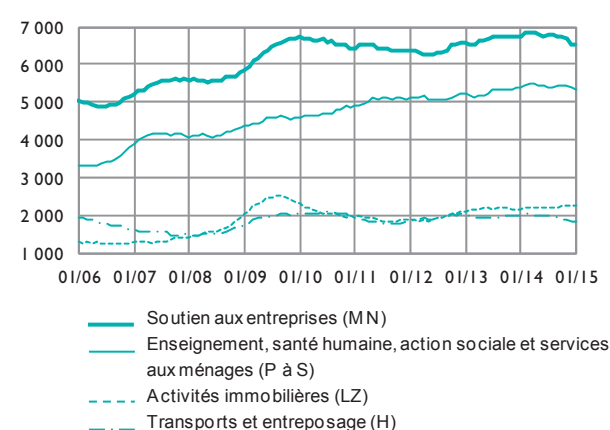
	2014												2015
	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.
Agriculture, sylviculture, pêche (AZ)	1 337	1 361	1 391	1 400	1 392	1 398	1 368	1 368	1 368	1 380	1 416	1 396	1 353
Industrie (BE)	4 755	4 769	4 749	4 766	4 716	4 747	4 754	4 731	4 767	4 737	4 742	4 621	4 584
Construction (FZ)	15 746	15 845	15 862	15 854	15 804	15 906	15 943	15 938	15 992	16 025	16 035	15 903	16 077
Commerce et réparation auto (G)	14 118	14 283	14 231	14 277	14 146	14 126	14 104	14 093	14 146	14 086	14 097	13 847	13 757
Transports et entreposage (H)	1 994	2 026	2 023	2 005	2 000	1 984	1 993	1 983	1 951	1 882	1 867	1 800	1 799
Hébergement et restauration (I)	7 551	7 609	7 594	7 663	7 655	7 746	7 799	7 828	7 848	7 858	7 857	7 829	7 900
Information et communication (JZ)	1 600	1 612	1 638	1 631	1 613	1 598	1 550	1 550	1 567	1 554	1 537	1 486	1 474
Activités financières et d'assurance (KZ)	1 195	1 217	1 213	1 228	1 256	1 277	1 254	1 263	1 282	1 289	1 293	1 267	1 281
Activités immobilières (LZ)	2 168	2 201	2 178	2 180	2 196	2 202	2 220	2 215	2 219	2 229	2 256	2 231	2 238
Soutien aux entreprises (MN)	6 759	6 817	6 819	6 815	6 811	6 742	6 775	6 791	6 750	6 718	6 685	6 545	6 541
Enseignement, santé humaine, action sociale et services aux ménages (P à S)	5 377	5 450	5 472	5 475	5 446	5 414	5 389	5 389	5 434	5 441	5 440	5 379	5 340
Secteur inconnu	90	98	105	109	106	104	109	113	113	119	122	126	134
Total des secteurs	62 690	63 288	63 275	63 403	63 141	63 244	63 258	63 262	63 437	63 318	63 347	62 430	62 478

Défaillances d'entreprises en cumul 12 mois

(en nombre d'entreprises, données brutes)



(en nombre d'entreprises, données brutes)



NB : Les codes sur deux caractères correspondent au niveau d'agrégation A10 ; ceux sur un caractère aux sections de la NAF rév.2 A21.
Données provisoires sur le dernier mois

Figure 34
Systèmes de paiement de masse – France

(moyenne quotidienne en millions d'euros, part en % sur le dernier mois)

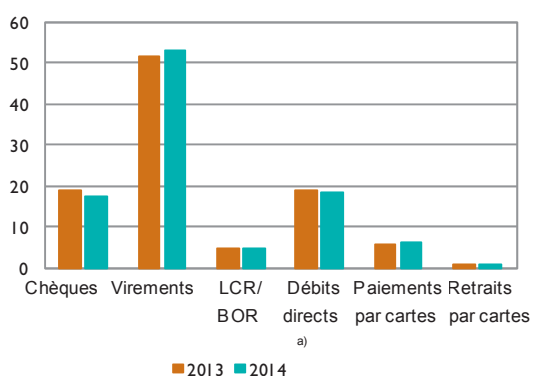
	2011	2012	2013	2014	2014	2015		2015
					déc.	janv.	fév.	Part
Chèques	5 478	4 947	3 986	3 662	3 951	3 551	3 544	16,8
Virements	9 646	10 167	10 827	11 185	13 520	11 331	11 587	55,1
dont virements SEPA	2 555	4 130	5 967	10 701	13 520	11 331	11 587	55,1
LCR/BOR	1 142	1 079	981	964	977	883	825	3,9
Prélèvements	1 938	2 004	2 048	1 868	2 096	1 750	2 030	9,6
TIP	130	131	129	125	99	86	147	0,7
Télérèglements	1 343	1 491	1 766	1 872	2 155	2 131	1 598	7,6
Paielements par cartes	1 085	1 152	1 200	1 248	1 602	1 230	1 181	5,6
Retraits par cartes	145	146	147	149	170	130	135	0,6
Total	20 907	21 116	21 085	21 073	24 572	21 092	21 046	100,0

(moyenne quotidienne en milliers d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2011	2012	2013	2014	2014	2015		2015
					déc.	janv.	fév.	Part
Chèques	9 112	8 588	8 040	7 555	8 806	7 341	7 008	12,9
Virements	7 549	7 593	7 722	7 927	8 982	7 808	8 372	15,5
dont virements SEPA	1 400	2 154	3 641	7 608	8 982	7 808	8 372	15,5
LCR/BOR	303	291	281	277	288	266	256	0,5
Prélèvements	8 502	8 680	8 737	8 603	9 561	8 130	9 396	17,3
TIP	342	320	301	280	296	243	266	0,5
Télérèglements	76	101	127	150	225	157	160	0,3
Paielements par cartes	22 969	24 489	25 868	27 405	34 035	27 428	26 551	49,0
Retraits par cartes	2 422	2 407	2 397	2 409	2 597	2 105	2 176	4,0
Total	51 275	52 469	53 472	54 607	64 791	53 479	54 186	100,0

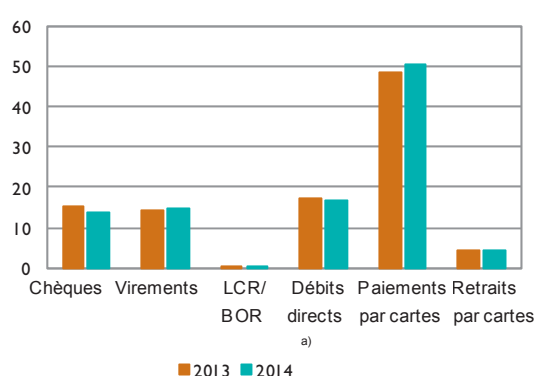
Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(%des montants échangés)



Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(%des volumes échangés)



a) Débits directs : les prélèvements, les TIP et les téléchèques

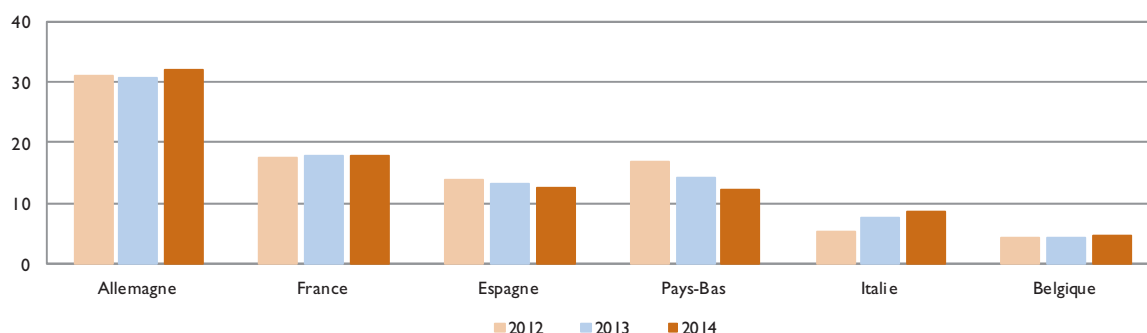
Figure 35
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2011	2012	2013	2014	2014	2015		2015
					déc.	janv.	fév.	
France	398	431	343	340	335	347	329	16,9
Allemagne	818	764	594	615	655	654	626	32,1
Autriche	27	25	21	29	31	28	30	1,5
Belgique	106	104	84	86	81	88	85	4,4
Chypre	2	3	1	1	1	0	0	0,0
Espagne	367	345	255	244	228	242	245	12,6
Estonie	1	1	1	1	1	1	1	0,1
Finlande	47	85	39	39	39	48	41	2,1
Grèce	23	20	34	26	27	32	36	1,9
Irlande	21	17	15	15	16	13	13	0,7
Italie	129	128	147	162	168	160	170	8,7
Lettonie	–	–	–	1	1	1	1	0,1
Lituanie	–	–	–	0	0	2	1	0,1
Luxembourg	57	70	67	68	67	72	79	4,1
Malte	0	1	0	0	0	0	0	0,0
Pays-Bas ^{a)}	308	412	272	232	223	230	219	11,2
Portugal	22	14	11	11	12	11	11	0,6
Slovaquie	3	3	2	3	3	3	2	0,1
Slovénie	2	3	2	3	3	2	3	0,1
EPM-BCE	36	35	29	39	44	40	40	2,0
Total TARGET2 zone euro ^{b)}	2 368	2 462	1 918	1 916	1 935	1 975	1 933	99,3
Hors zone euro	17	15	17	15	14	15	14	0,7
Total TARGET2 Union européenne ^{b)}	2 385	2 477	1 935	1 931	1 949	1 991	1 947	100,0
Euro I ^{c)}	249	226	191	186	205	204	nd	

Parts de marché de chaque place dans le système TARGET2 de l'Union européenne

(% des capitaux échangés)



La somme des composantes peut ne pas être égale au total (ou à 100) en raison des arrondis.

Depuis janvier 2009, une nouvelle méthodologie de collecte et de reporting statistique a été mise en place sur les données TARGET2 afin d'améliorer la qualité des données. Cet élément doit être pris en considération lors des comparaisons des données 2009 avec les données antérieures.

a) Depuis le 19 mai 2008, les opérations du Royaume-Uni transitent par ce pays.

b) Composition variable en fonction des pays qui participent aux systèmes de paiement en euros.

c) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro (ABE). Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP1.

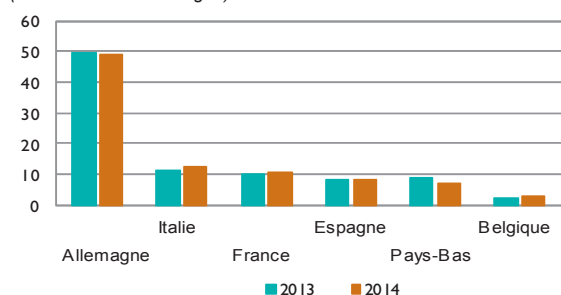
Figure 36
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

(moyenne quotidienne en nombre d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2011	2012	2013	2014	2014	2015		2015
					déc.	janv.	fév.	Part
France	34 139	33 830	35 753	36 791	39 571	35 881	36 494	10,5
Allemagne	172 884	175 611	179 655	172 560	178 996	167 771	166 775	48,1
Autriche	6 294	6 711	4 719	4 525	4 766	4 257	4 305	1,2
Belgique	10 265	9 955	9 322	10 169	10 092	9 425	9 055	2,6
Chypre	515	613	872	544	548	432	482	0,1
Espagne	29 509	29 760	30 105	28 420	30 598	28 341	29 825	8,6
Estonie	329	360	417	616	1 537	1 249	1 348	0,4
Finlande	1 571	1 611	1 596	1 620	1 860	1 598	1 661	0,5
Grèce	5 861	4 335	4 292	3 322	3 906	3 302	3 462	1,0
Irlande	4 376	4 012	3 589	3 590	4 088	3 469	3 556	1,0
Italie	33 643	34 837	40 711	45 147	47 415	43 146	46 419	13,4
Lettonie	–	–	–	1 397	1 610	1 028	1 130	0,3
Lituanie	–	–	–	424	429	380	333	0,1
Luxembourg	3 229	3 509	4 398	4 880	5 695	5 296	5 522	1,6
Malte	72	157	236	299	220	207	209	0,1
Pays-Bas ^{a)}	32 490	33 144	31 300	25 040	25 249	22 809	22 214	6,4
Portugal	4 165	4 166	4 276	4 751	4 941	4 450	4 336	1,2
Slovaquie	730	1 090	1 255	1 004	1 021	918	922	0,3
Slovénie	3 039	2 786	2 697	2 780	3 151	2 567	2 561	0,7
EPM-BCE	379	553	590	679	678	683	671	0,2
Total TARGET2 zone euro^{b)}	343 488	347 040	355 785	348 560	366 369	337 208	341 279	98,4
Hors zone euro	5 017	7 145	7 313	5 703	5 923	5 388	5 689	1,6
Total TARGET2 Union européenne^{b)}	348 505	354 185	363 099	354 263	372 293	342 596	346 968	100,0
Euro I^{c)}	242 499	260 135	251 518	228 655	236 402	211 619	nd	

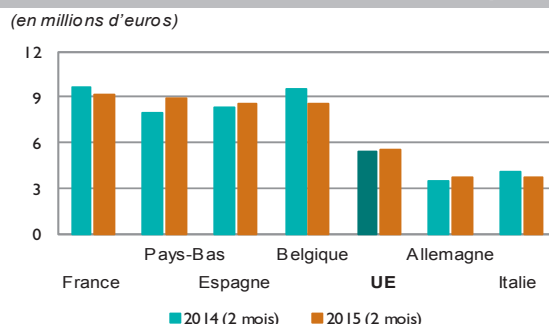
Parts de marché de chaque place dans le système TARGET2 de l'Union européenne

(% des volumes échangés)



Montant moyen d'une opération dans le système TARGET2 de l'Union européenne

(en millions d'euros)



La somme des composantes peut ne pas être égale au total (ou à 100) en raison des arrondis.

Depuis janvier 2009, une nouvelle méthodologie de collecte et de reporting statistique a été mise en place sur les données TARGET2 afin d'améliorer la qualité des données. Cet élément doit être pris en considération lors des comparaisons des données 2009 avec les données antérieures.

a) Depuis le 19 mai 2008, les opérations du Royaume-Uni transitent par ce pays.

b) Composition variable en fonction des pays qui participent aux systèmes de paiement en euros.

c) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro (ABE). Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP1.

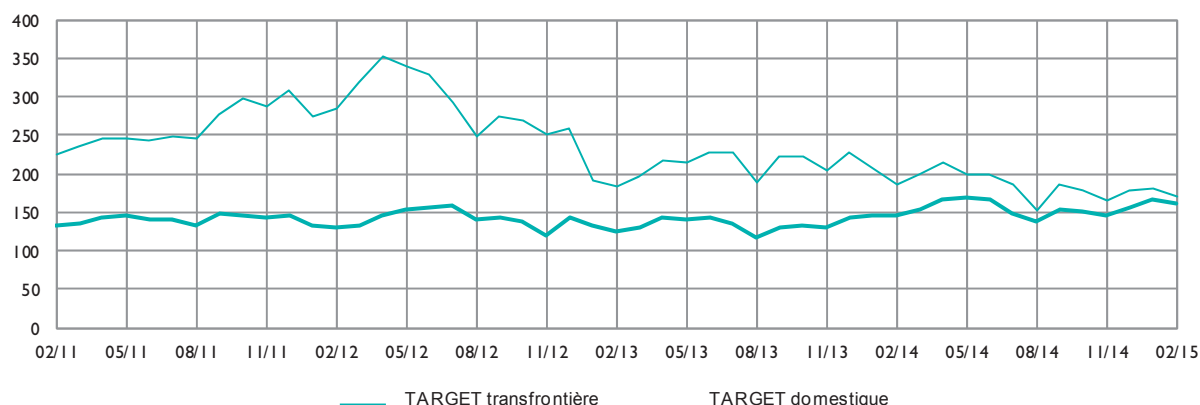
Figure 37
Systèmes de paiement de montant élevé – France

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2011	2012	2013	2014	2014	2015	2015	
					déc.	janv.	fév.	Part
Garanties mobilisées dans TARGET domestique France ^{b)}								
Titres français négociables	81,6	127,4	109,8	65,0	60,5	63,2	63,3	30,0
Créances privées	146,4	189,9	180,7	148,8	147,0	44,7	45,5	21,6
Titres mobilisés via le CCBM	60,5	53,7	63,7	68,5	77,5	96,6	97,5	46,2
Autres titres étrangers ^{c)}	3,5	2,7	3,4	4,6	4,7	4,5	4,8	2,3
Total	292,0	373,8	357,6	286,9	289,7	209,0	211,1	100,0

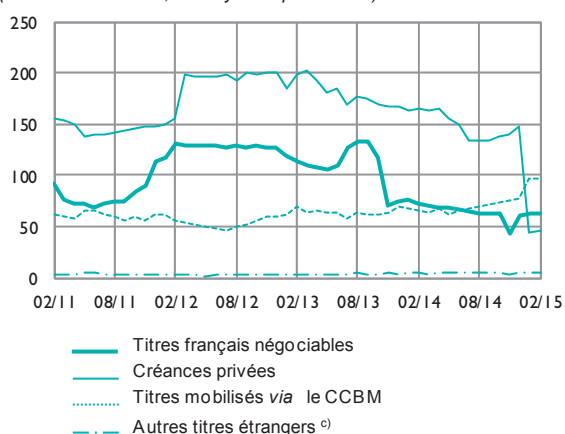
Évolution mensuelle des capitaux échangés ^{a)}

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

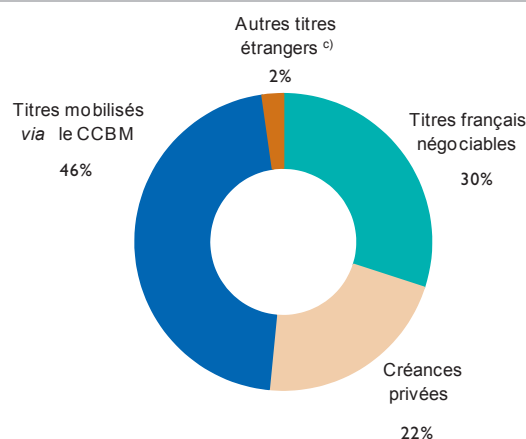


Évolution mensuelle des garanties mobilisées ^{b)}

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées en février 2015 ^{b)}



a) Depuis le 18 février 2008, les systèmes TBF (composante française de TARGET) et PNS ont laissé place à TARGET2-Banque de France, seul système de paiement de montant élevé français.

b) Jusqu'au 15 février 2008, les montants indiqués représentaient les garanties effectivement mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF. Depuis la mise en place de 3G (Gestion Globale des Garanties) et de TARGET2-Banque de France le 18 février 2008, les montants indiqués représentent le collatéral déposé dans un « pool » d'actifs mobilisables pour les opérations de politique monétaire et/ou de crédit intrajournalier.

c) Autres titres étrangers mobilisés via les liens entre les systèmes de règlement – livraison de titres

Source : Banque de France

Réalisé le 23 mars 2015

Notice méthodologique

I | Situation économique générale

I | I Compétitivité

Les **indicateurs de compétitivité** sont calculés selon la méthodologie présentée par L. Buldorini *et alii*¹. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, prennent notamment en compte la concurrence sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Elles sont calculées sur la base des échanges de produits manufacturés en moyenne sur les années 1995 à 2009. Pour les pays de l'Union européenne, les IPC utilisés comme déflateurs sont les indices de prix à la consommation harmonisés.

Le **groupe de 24 pays** partenaires de l'OCDE est constitué de l'Allemagne, de l'Australie, de l'Autriche, de la Belgique, du Canada, de la Corée du Sud, du Danemark, de l'Espagne, des États-Unis, de la Finlande, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Islande, de l'Italie, du Japon, du Luxembourg, du Mexique, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, des Pays-Bas, du Portugal, du Royaume-Uni, de la Suède et de la Suisse.

Le **groupe de 46 pays** partenaires est constitué de pays de l'Union européenne (l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, Chypre, le Danemark, l'Espagne, la Finlande, la Grèce, la Hongrie, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède), de l'Afrique du Sud, de l'Algérie, de l'Argentine, de l'Australie, du Brésil, du Canada, du Chili, de la Chine, de la Corée du Sud, des États-Unis, de Hong Kong, de l'Inde, de l'Indonésie, de l'Islande, d'Israël, du Japon, de la Malaisie, du Maroc, du Mexique, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, des Philippines, de Singapour, de la Suisse, de Taïwan, de la Thaïlande, de la Turquie et du Venezuela.

I | 2 La balance des paiements

Définitions

La **balance des paiements** est un document statistique, présenté suivant les règles de la comptabilité en partie double, qui rassemble et ordonne l'ensemble des transactions économiques et financières entre les résidents français et les non-résidents au cours d'une période donnée. Elle est présentée conformément aux prescriptions internationales du 6^e *Manuel de balance des paiements* du Fonds monétaire international (FMI)². Elle alimente le compte du « Reste du monde » de la comptabilité nationale.

Les **résidents** sont les personnes physiques ayant leur centre d'intérêt économique prédominant en France, quelle que soit leur nationalité – à l'exception des fonctionnaires et militaires étrangers en poste en France –, les fonctionnaires et autres agents publics français en poste à l'étranger ou mis à la disposition d'organisations internationales ou d'autres employeurs non résidents, les personnes morales, françaises ou étrangères, pour leurs établissements en France, lorsqu'il y a existence d'une activité économique réelle exercée en France par des unités de production autonomes, quelle qu'en soit leur forme juridique.

Les **non-résidents** sont les personnes physiques étrangères ou françaises qui vivent habituellement à l'étranger – c'est-à-dire qui y ont leur installation effective, à l'exception des représentations françaises et des fonctionnaires français en poste à l'étranger –, ainsi que les personnes morales étrangères ou françaises, pour leurs établissements à l'étranger, lorsqu'il y a existence d'une activité économique réelle exercée à l'étranger par des unités de production autonomes, quelle qu'en soit la forme juridique.

Pour l'élaboration des statistiques de balance des paiements, la **France** comprend la métropole, la

¹ Buldorini, Makrydakis et Thimann (2002) : "The effective exchange rates of the euro", BCE, Occasional Paper, n° 2, consultable sur le site de la BCE (<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp2.pdf>)

² L'acronyme anglais « BPM6 », pour « Balance of Payments Manual – 6th version », est également utilisé.

principauté de Monaco, les départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, La Réunion et Mayotte), les collectivités d'outre-mer de Saint-Barthélemy, Saint-Martin et Saint-Pierre-et-Miquelon³. Tous les autres pays, territoires et institutions constituent «l'étranger» ou le «reste du monde».

Mode d'enregistrement

Par convention, on affecte un signe positif à toute transaction courante, à l'exception des acquisitions effectuées pour le négoce qui sont enregistrées avec un signe négatif (dans ce cas particulier, la valeur des biens acquis par un négociant n'est pas comptabilisée comme une importation ; elle est déduite de la valeur de l'exportation qui, elle, est représentative de la revente ; c'est ainsi une exportation nette de la valeur d'acquisition qui est enregistrée).

S'agissant du «haut de balance», constitué des transactions courantes, un solde (crédit moins débit)

positif indique un excédent des recettes sur les dépenses et donc des entrées de capitaux. S'agissant du «bas de balance», constitué des opérations en avoirs et en engagements du compte financier, un chiffre positif reflète une augmentation des avoirs ou des engagements, tandis qu'un chiffre négatif représente une diminution des avoirs ou des engagements. Un solde positif des flux du compte financier représente donc un accroissement des créances (avoirs) nettes de la France et un solde négatif une réduction de ces créances (avoirs) nettes. Une augmentation simultanée, pour le même montant, des avoirs et des engagements, ne modifie pas le solde du compte financier.

La balance des paiements est établie chaque mois, dans une forme simplifiée et à partir d'estimations pour un certain nombre de postes, selon un calendrier annoncé à l'avance, environ six semaines après la fin du mois sous revue. Les révisions trimestrielles sont publiées environ 85 jours après la fin du

Illustration du mode d'enregistrement de la balance des paiements

		+	-
Transactions courantes	Crédit	Recette (par exemple : exportation, réception d'un dividende ou d'une prestation)	Dépense (acquisition de biens lors d'une transaction de négoce)
	Débit	Dépense (par exemple : importation, envoi de fonds)	
	Solde	Excédent	Déficit
Compte financier	Avoirs	Augmentation des avoirs (par exemple, un investissement direct à l'étranger représente la constitution d'un actif sur l'étranger)	Diminution des avoirs (par exemple, une cession de bons du Trésor américain par un résident constitue une diminution de créance sur les États-Unis)
	Engagements	Augmentation des engagements (par exemple un emprunt auprès de banques étrangères constitue une augmentation des engagements vis-à-vis de l'étranger) ^{a)}	Diminution des engagements (par exemple, l'amortissement d'obligations d'État françaises détenues par des non-résidents est une opération de remboursement se traduisant par une réduction de la dette publique vis-à-vis de l'étranger, donc des engagements) ^{b)}
	Net	Accroissement des avoirs nets de la France	Diminution des avoirs nets de la France

a) Cette opération a pour contrepartie immédiate l'augmentation des avoirs d'une banque centrale ou d'une banque correspondante étrangère (opération de signe positif, mais dans les avoirs).

b) En contrepartie, il se produit une diminution des avoirs d'une banque centrale ou d'une banque correspondante étrangère (opération de signe négatif, mais dans les avoirs).

■ Entrée de capitaux
■ Sortie de capitaux

³ Les autres collectivités d'outre-mer (Polynésie française, Wallis et Futuna) et la Nouvelle-Calédonie, qui ne sont juridiquement pas membres de l'Union européenne ou de la zone euro, sont exclues du champ statistique de la balance des paiements de la France. Les deux principales de ces collectivités, la Polynésie française et la Nouvelle-Calédonie, disposent par ailleurs de leur propre balance des paiements réalisée par l'Institut d'émission d'outre-mer.

trimestre de référence ; fondées sur des collectes plus complètes, elles permettent d'améliorer la qualité des données et de fournir une information plus détaillée. Les révisions annuelles, publiées en juin, concernent habituellement non seulement l'année précédente, mais également les deux années antérieures.

Les premiers résultats mensuels publiés sont qualifiés de provisoires. Les données trimestrielles après révision et les données de l'année précédant l'année en cours ont le statut de résultats semi-définitifs. Les données des années antérieures sont qualifiées de résultats définitifs.

Secteurs institutionnels

Dans certaines parties de la balance des paiements – les revenus secondaires, les investissements de portefeuille, les « autres investissements » –, les échanges recensés font l'objet d'un classement en fonction du secteur institutionnel auquel appartient le résident impliqué dans l'opération. On distingue dans ce cas :

- la [Banque de France](#) ;
- le [secteur des administrations publiques](#) (APU), qui regroupe l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale ;
- le [secteur des institutions financières monétaires](#) (IFM) hors banque centrale, comprenant les établissements de crédit résidents tels que définis par la législation communautaire ⁴ et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts (ou de proches substituts de dépôts) de la part d'entités autres que des IFM et qui, pour leur propre compte, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Cette catégorie comprend également les institutions monétaires électroniques, c'est-à-dire celles qui pratiquent l'intermédiation financière principalement par l'émission de monnaie électronique. La Caisse des dépôts et consignations, les organismes de placement collectif ⁵ monétaires, les sociétés de financement et la Caisse nationale d'épargne sont aussi inclus dans le secteur des IFM ;

- les « [autres secteurs](#) », qui regroupent les agents économiques autres que ceux inclus dans les trois secteurs précédents : les autres sociétés financières (sociétés d'assurance, entreprises d'investissement, organismes de placement collectif – sauf les OPC monétaires qui sont classés parmi les institutions financières monétaires), les entreprises industrielles et commerciales, les ménages et entrepreneurs individuels, et les institutions sans but lucratif au service des ménages (associations, fondations...), fréquemment désignées sous le sigle ISBLSM.

Les principales composantes de la balance des paiements

Définies par le 6^e *Manuel de balance des paiements* du FMI, les composantes de la balance des paiements sont réparties entre le compte de transactions courantes, le compte de capital et le compte financier. Le poste des erreurs et omissions nettes est un poste d'ajustement dont l'existence tient à ce que, à la différence d'un système simple de comptabilisation en partie double, les enregistrements en débit et crédit dans la balance des paiements ne sont pas inscrits simultanément à l'occasion de chaque transaction, mais résultent de déclarations ou d'enquêtes provenant de sources différentes. Les erreurs et omissions traduisent les décalages statistiques issus d'incertitudes dans les taux de couverture de certaines collectes, de décalages de période, de différences de méthode... Sur moyenne période, les erreurs et omissions tendent à s'annuler.

Le [compte de transactions courantes](#) regroupe les flux de biens, services, revenus primaires et revenus secondaires entre la France et le reste du monde. Les échanges de biens sont évalués à partir des statistiques du commerce extérieur de la direction générale des Douanes et Droits indirects, retraitées pour être en conformité avec la méthodologie de la balance des paiements ⁶, auxquelles sont ajoutées les transactions relatives à l'avitaillement, ce qui constitue les marchandises générales, et le négoce international.

Les [échanges de services hors voyages](#) sont subdivisés en plusieurs postes selon leur nature économique. Parmi les postes mis en évidence par la balance des paiements, figurent notamment les transports – ventilés

⁴ Les établissements de crédit sont définis comme les entreprises dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts (ou d'autres fonds remboursables) et à octroyer des crédits pour leur propre compte (article 4 du règlement UE n° 575/2013 du 26 juin 2013).

⁵ Désignés ci-après par le sigle OPC.

⁶ Les données douanières sont publiées en CAF/FAB : les importations incluent le coût des assurances et du fret (« CAF »), tandis que les exportations sont mesurées à leur valeur au passage de la frontière (« franco à bord »). Il faut effectuer un retraitement pour obtenir des données FAB/FAB – conformes à la méthodologie de la balance des paiements –, retraitement qui reventile les coûts d'assurance et de fret dans les services correspondants.

entre les transports maritimes, aériens et les autres transports –, les services de construction, les services d'assurance et de pension, les services financiers, les commissions pour usage de propriété intellectuelle, les services de télécommunication, d'informatique et d'information, les autres services aux entreprises (services de recherche et développement, services de conseil en gestion, services techniques...), ainsi que les services personnels, culturels et relatifs aux loisirs.

Les **voyages** constituent un poste particulier au sein des services, étant définis non par la nature économique de l'échange, mais par les modalités de celui-ci. La ligne voyages reflète au crédit l'ensemble des dépenses des non-résidents en France effectuées au titre de leurs frais de séjour à l'occasion d'excursions, de voyages touristiques ou de voyages d'affaires, de durée inférieure à un an, ainsi que les frais engagés au titre des services personnels (de santé, de scolarité, etc.) acquis auprès de résidents ; au débit, les dépenses de même nature effectuées par des résidents français à l'étranger. Les dépenses et recettes de transport liées aux voyages internationaux ne sont pas enregistrées sous cette ligne, mais avec les services de transport. À l'inverse, les transports intérieurs effectués par des non-résidents et les transports à l'intérieur d'un pays étranger effectués par des résidents sont en principe inclus dans les voyages.

Les **revenus primaires** représentent les flux qui reviennent aux agents économiques pour leur participation au processus de production (« rémunérations des salariés »), pour la fourniture d'actifs financiers (« revenus des investissements ») ou pour la location de ressources naturelles (« loyers »). Les impôts et subventions sur les produits et la production sont également inclus dans les revenus primaires.

Les **rémunérations des salariés** comprennent les salaires, gages, traitements versés par des employeurs non résidents à leurs salariés résidents (travailleurs frontaliers, saisonniers, en mission de courte durée) et inversement, ainsi que les cotisations sociales employeurs et employés. Les **revenus des investissements** correspondent aux recettes ou paiements afférents aux avoirs ou engagements financiers extérieurs. Ils sont décomposés en fonction de la nature des opérations financières auxquelles ils se rattachent : revenus des investissements directs,

revenus des investissements de portefeuille, revenus des autres investissements et revenus des avoirs de réserve (cf. ci-après pour une définition des rubriques du compte financier).

Les **revenus secondaires** représentent les transactions entre résidents et non-résidents qui ne font pas intervenir le transfert de propriété d'un actif fixe ou le transfert de fonds lié à l'acquisition d'un actif fixe. Ils sont ventilés par secteur institutionnel.

Les **revenus secondaires des administrations publiques** comprennent notamment les versements au titre de la coopération internationale, les contributions de la France aux dépenses des organisations internationales, les recettes et versements d'impôts en provenance et à destination d'administrations publiques étrangères effectués dans le cadre de conventions fiscales, les versements des administrations de sécurité sociale à des travailleurs ou à d'anciens travailleurs non-résidents et à leurs ayant-droits, ainsi que les opérations avec les institutions européennes, hormis les concours alloués à la France au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) et du Fonds européen agricole pour le développement rural (FEADER), qui sont enregistrés, conformément à la méthodologie internationale, dans les transferts en capital.

Les **revenus secondaires des autres secteurs** regroupent deux rubriques, les *transferts personnels*, qui comprennent principalement les envois de fonds des travailleurs, et les autres opérations. Les envois de fonds des travailleurs correspondent aux montants transférés à l'étranger par des travailleurs résidents et vice-versa. Les *autres opérations* comprennent des opérations de nature très diverse, parmi lesquelles les dons et versements humanitaires en faveur de personnes physiques et morales, les primes et indemnités d'assurance, les subventions et donations, les indemnités pour rupture de contrat, cautions et dédommagements, les prix littéraires, artistiques ou scientifiques, etc.

Le **compte de capital** regroupe les transferts en capital, c'est-à-dire les opérations qui donnent lieu au transfert de propriété d'un actif fixe ou à la remise d'un engagement par le créancier sans que rien ne soit reçu en échange – remises de dettes, pertes sur créances, aides à l'investissement – ainsi que les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits ⁷.

⁷ Cette catégorie correspond aux ressources naturelles (terrains, droits d'exploitation du sous-sol, des eaux, des forêts...), aux contrats, baux et licences, ainsi qu'aux actifs de commercialisation (marques et modèles déposés, logos, noms de domaine...).

Le **compte financier** est décomposé en plusieurs rubriques en fonction de la nature et de la finalité des opérations, investissements directs, investissements de portefeuille, instruments financiers dérivés, « autres investissements » et avoirs de réserve. Les rubriques sont subdivisées en créances et engagements, puis ventilées selon le type d'opération ou d'instrument et enfin selon le secteur résident concerné.

Les **investissements directs** recouvrent les opérations effectuées par des investisseurs afin d'acquérir, d'accroître ou de liquider un intérêt durable dans une entreprise et de détenir ou de liquider une influence dans sa gestion. La notion d'investissement direct est donc plus large que celle de contrôle. Par convention, on considère qu'une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'une personne physique ou morale (l'investisseur) détient au moins 10 % des droits de vote – ou, à défaut, 10 % du capital social – d'une entreprise « investie ».

L'investissement direct met en relation des entités apparentées, c'est-à-dire :

- une entité « investisseur direct » (maison-mère) et une ou plusieurs entreprises investies, qu'il s'agisse de succursales, de filiales ou d'autres entreprises affiliées;
- des entreprises « investies » (sociétés sœurs) entre elles.

Les investissements directs comprennent non seulement la transaction initiale, qui établit la relation entre l'investisseur et l'entreprise investie, mais aussi toutes les transactions ultérieures entre eux et entre les entreprises apparentées (opérations de prêt, flux de trésorerie et, plus généralement, l'ensemble des opérations financières à l'exception des opérations entre établissements de crédit et intermédiaires financiers affiliés). Les investissements immobiliers sont également considérés comme des investissements directs.

Les investissements directs sont présentés selon le **principe directionnel étendu**. Dans cette présentation alternative, les prêts entre sociétés appartenant à un même groupe international ne sont pas classés en fonction du sens du prêt, mais d'après la résidence de la tête de groupe. Le terme « principe directionnel »

se réfère à l'incidence de cette méthode sur le « sens du prêt » et le terme « étendu » signale que le principe directionnel vaut à la fois pour les relations classiques mère-filiale et pour les relations entre sociétés sans lien direct en capital mais appartenant au même groupe (« sociétés sœurs »). Cette méthode, qui aboutit à ce que les montants de flux et d'encours de prêts transfrontières croisés au sein d'un même groupe se compensent entre eux, fait diminuer substantiellement le volume global des flux et des stocks d'investissements directs français à l'étranger et étrangers en France par rapport aux données élaborées selon la méthodologie standard définie par le *Manuel de balance des paiements* du FMI. La signification des agrégats d'investissements directs, en flux et en stocks, en est renforcée ⁸.

Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France sont décomposés par nature d'opérations entre :

- les **investissements immobiliers** et les **opérations en capital social**, qui comprennent les acquisitions de biens immobiliers, les créations, acquisitions ou extensions d'entreprises, réalisées sous forme d'acquisitions de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre et les conversions de prêts en capital;
- le **réinvestissement des bénéfices**, qui correspond à la part des résultats nets courants des entreprises investies revenant à la maison-mère au cours d'un exercice comptable, diminuée des dividendes versés à la maison-mère au cours du même exercice;
- les **autres opérations**, qui recouvrent les opérations de prêts, avances, dépôts, à court et long termes, entre sociétés affiliées, à l'exception des crédits et dépôts entre les banques et intermédiaires financiers résidents et leurs correspondants étrangers, classés en « autres investissements ».

Les **investissements de portefeuille** retracent toutes les opérations sur titres négociables entre résidents et non-résidents, achats à l'émission, négociations et remboursements, à l'exception des opérations comprises au sein des investissements directs, des avoirs de réserve et des produits financiers dérivés et des opérations de cession temporaire. Les positions

8 Cf. D. Nivat et B. Terrien, « Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France en 2009 », Bulletin de la Banque de France n° 181, troisième trimestre 2010.

courtes, nées de la vente à découvert de titres empruntés, sont déduites des avoirs des résidents.

Les flux sont partagés en avoirs et engagements et ensuite décomposés en fonction de la nature des titres échangés : actions et titres d'OPC, obligations et titres assimilés (c'est-à-dire tous les titres d'emprunt à plus d'un an d'échéance initiale), titres de créance à court terme (dont l'échéance est inférieure à un an). Les flux par catégorie d'instruments sont ensuite partagés en fonction du secteur résident détenteur (pour les avoirs) ou émetteur (pour les engagements). Les flux sont calculés à partir des variations d'encours, corrigées de l'impact des effets de valorisation (change et valorisation boursière) et des reclassifications statistiques.

Les **instruments financiers dérivés** comprennent les primes sur instruments conditionnels et les contrats à terme, achetés ou vendus par les banques résidentes et par les autres secteurs, ainsi que les appels de marge, les soultes et les intérêts sur *swaps*. Les encours des instruments financiers dérivés sont valorisés à la valeur de marché.

Les **autres investissements** englobent toutes les opérations sur actifs et passifs financiers vis-à-vis des non-résidents qui ne figurent pas sous une autre rubrique du compte financier. Cette rubrique se répartit entre créances et engagements des résidents vis-à-vis de l'étranger (y compris les prises et mises en pension livrée), puis par nature d'opérations (crédits commerciaux, prêts, dépôts et emprunts, autres avoirs et engagements), et enfin par secteur résident à l'origine des créances et des engagements. Les opérations de prêts et emprunts du secteur bancaire, par exemple celles qui financent le commerce international ou celles qui ont pour contrepartie des opérations d'investissement sur titres, jouent généralement un rôle important dans les mouvements de cette rubrique. On distingue en particulier les flux des institutions financières monétaires – IFM –, qui sont cohérents avec les informations destinées à l'élaboration des statistiques monétaires.

Les **avoirs de réserve** représentent les avoirs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires. Depuis la création de la zone euro, seuls les mouvements affectant la partie des réserves de change non transférées à la BCE et qui restent gérées par la Banque de France figurent dans la balance des paiements de la France. Par ailleurs,

compte tenu de l'adoption d'une méthodologie commune aux pays membres de l'Union monétaire, seules les créances sur des non-résidents hors zone euro sont prises en compte, ce qui exclut, de fait, de cette rubrique les placements en devises effectués auprès de banques non résidentes situées dans la zone euro.

Les avoirs de réserve sont constitués des créances brutes en or monétaire et en devises, y compris sous forme de titres émis par des non-résidents, des avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS), de la position nette de réserve à l'égard du FMI et des autres avoirs de réserve.

I | 3 La position extérieure

La **position extérieure** de la France a pour objectif de retracer, à la date d'arrêté, l'ensemble des créances et des engagements des résidents vis-à-vis des non-résidents. Elle est élaborée à l'aide d'enquêtes périodiques de stocks. La position extérieure fournit des indications sur le montant et la structure du patrimoine financier des résidents en actifs étrangers et des non-résidents en actifs français. Conformément aux recommandations du 6^e *Manuel de balance des paiements* du FMI, les créances et engagements extérieurs de la France sont présentés suivant les mêmes rubriques que la balance des paiements.

Les **encours d'investissements directs** sont recensés chaque année. Ils peuvent être valorisés en valeur de marché, en valeur comptable, ou en valeur mixte. La **valeur comptable** des encours est celle indiquée par les entreprises dans leur comptabilité. Elle figure, pour les investissements directs français à l'étranger, dans les tableaux relatifs aux filiales et participations annexés aux comptes annuels, et pour les investissements directs étrangers en France, dans les bilans des sociétés résidentes affiliées à des investisseurs directs non résidents. Pour l'élaboration des chiffres définitifs (publiés en principe dix-huit mois après la date d'arrêté), le montant d'un investissement est calculé en multipliant la quote-part détenue par l'investisseur direct dans la société investie par la valeur des capitaux propres de la société. Les chiffres estimés sont établis tant pour les investissements directs français à l'étranger que pour les investissements

étrangers en France, à partir des dernières données comptables disponibles, augmentées des flux de balance de paiements relatifs aux investissements directs.

Le recensement est limité aux encours détenus directement par les investisseurs directs, les participations indirectes (de deuxième rang, de troisième rang, etc.) n'étant pas prises en compte. Ainsi, si la filiale étrangère d'un investisseur résident détient elle-même un investissement direct dans une autre société, ce deuxième investissement n'est pas pris en considération. De même, si la filiale française d'un investisseur étranger détient une autre filiale en France, ce deuxième investissement n'entre pas dans l'encours recensé.

Les encours d'investissements directs en **valeur de marché**, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, font l'objet d'une estimation, déterminée en commun avec les comptes financiers nationaux, appliquée aux seuls capitaux propres. Seuls les encours agrégés en valeur de marché sont diffusés. Aucune ventilation par entreprise, par pays ou par secteur économique n'est donc disponible.

En **valeur mixte**, la partie cotée des encours d'investissements directs, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, est valorisée en valeur de marché tandis que la partie non cotée est valorisée en valeur comptable. Cette méthode de valorisation est la plus répandue au sein de l'Union européenne et permet des comparaisons de la position extérieure entre pays. Elle est ainsi utilisée par la Commission européenne pour établir les indicateurs européens de déséquilibres macroéconomiques, et par la Banque centrale européenne pour élaborer la position extérieure de la zone euro.

La **position-titres** recouvre les encours de titres étrangers détenus par les résidents (avoirs) et les encours de titres français détenus par les non-résidents (engagements). La source principale pour le suivi des détentions est la collecte titre par titre menée auprès des teneurs de compte conservateurs résidents (collecte PROTIDE). Les teneurs de compte-conservateurs déclarent titre par titre leur compte propre ainsi que les positions de leur clientèle, tant résidente que non résidente, relevant des investissements de portefeuille. La collecte PROTIDE couvre également les actions émises au nominatif pur et administrées par des intermédiaires.

Les titres recensés, s'agissant des investissements de portefeuille des résidents en titres étrangers (avoirs), sont tous les titres étrangers en euros ou en devises, (actions, titres d'OPC monétaires et non monétaires, obligations, titres de créance à court terme) émis par des non-résidents et détenus par les résidents, à l'exception des titres de participation détenus dans le cadre d'investissements directs, des titres qui ne peuvent être cédés qu'avec l'accord de l'émetteur et des bons de caisse émis par les banques non résidentes, ainsi que des titres étrangers détenus par des résidents n'appartenant pas au secteur des IFM et conservés directement à l'étranger par ceux-ci.

Les investissements de portefeuille des non-résidents en titres français (engagements) comprennent tous les titres en euros ou en devises émis par des résidents et détenus par des non-résidents. Le portefeuille des non-résidents en titres français est ventilé entre les actions, les titres d'OPC monétaires et non monétaires, les obligations et assimilées (dont les OAT et les BTAN), les titres de créance à court terme (dont les bons du Trésor à taux fixe). Ne sont inclus dans le recensement ni les actions détenues au titre des investissements directs, ni les titres français (actions, obligations ou titres de créance à court terme) détenus hors de France par les non-résidents, à l'exception des obligations émises sur le marché international. Pour cette catégorie d'instrument, l'encours détenu par les non-résidents est inclus dans les engagements des résidents, quel que soit le lieu de conservation du titre (France ou étranger).

Les portefeuilles sont évalués en valeur de marché, à la date d'arrêt du recensement, coupon couru inclus pour les titres de dette.

Les **encours d'instruments financiers dérivés** regroupent les données sur les options – instruments conditionnels achetés ou vendus par les banques résidentes et par les autres secteurs –, ainsi que sur les swaps, FRAs et forwards du secteur bancaire. Ils sont valorisés en valeur de marché.

La **position en autres investissements** comprend les crédits commerciaux et les avances à la commande, la position dépôts-crédits des entreprises, des OPC non monétaires et des entreprises d'investissement, les créances des ménages vis-à-vis de l'étranger, la position prêts-emprunts des IFM résidentes, les investissements des autorités monétaires et des administrations publiques non recensés ailleurs. Les encours sont évalués en valeur nominale.

Les **avoirs de réserve** sont valorisés à chaque fin de mois sur la base des cours déterminés comme suit :

- l'or est valorisé au cours du dernier jour du mois ;
- les droits de tirage spéciaux et la position vis-à-vis du Fonds monétaire international sont évalués au dernier cours du DTS calculé par le FMI à la date d'arrêt ;
- les devises sont comptabilisées au cours constaté à la date d'arrêt.

2| Monnaie, placements et financements

Zones géographiques

Zone euro : Allemagne + Autriche + Belgique + Chypre + Espagne + Estonie + Finlande + France + Grèce + Irlande + Italie + Lettonie + Lituanie + Luxembourg + Malte + Pays-Bas + Portugal + Slovaquie + Slovénie

Depuis le 1^{er} janvier 2015, la zone euro inclut la Lituanie. Les séries statistiques relatives à la zone euro tiennent compte des modifications de la composition de la zone euro.

Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit :

France = métropole + Monaco + départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, La Réunion, Mayotte) + Saint-Pierre-et-Miquelon + Saint-Martin + Saint-Barthélemy.

Secteurs économiques

Institutions financières monétaires (IFM) : elles comprennent les établissements de crédit résidant dans la zone euro, tels que définis par la législation communautaire, et toutes les institutions financières résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, du moins en termes économiques, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Aux termes de cette définition, les IFM résidant en France sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPC monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

Administrations publiques (APU) = État + administrations d'États fédérés + administrations de Sécurité sociale + collectivités locales

Secteur privé = sociétés non financières + ménages + sociétés d'assurance et fonds de pension + institutions à but non lucratif au service des ménages + autres intermédiaires financiers (OPC monétaires, entreprises d'investissement, fonds communs de créances, etc.)

Agents non financiers (ANF) = administrations publiques + secteur privé – autres intermédiaires financiers

Cette catégorie englobe exclusivement les agents dont les décisions en matière de placement ou d'endettement ne résultent pas d'un comportement d'intermédiaire financier.

Instruments financiers

Les **dépôts à terme** comprennent les dépôts qui ne peuvent être convertis en espèces avant un terme fixe convenu ou qui ne peuvent être convertis en espèces avant ce terme que moyennant sanction.

Les **dépôts avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois** recouvrent les dépôts d'épargne à vue qui présentent, à la différence des dépôts à vue, un caractère de transférabilité incomplet. Il s'agit, par exemple, en France, des livrets A et bleus, des livrets de développement durable, des comptes d'épargne-logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Les **pensions** représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminés. Les titres autres que des actions ou titres de créance sont constitués de titres de créances négociables et échangés sur des marchés secondaires. La composante française de cette rubrique comprend, notamment, les obligations et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

Les **titres de créance à court terme** correspondent à des titres émis par des IFM, des SNF ou des APU, d'une durée initiale inférieure ou égale à un an, négociables sur des marchés monétaires liquides. Au plan français, cette catégorie regroupe les certificats de dépôt, les

billets de trésorerie et les bons du Trésor à taux fixe et à intérêt pré-compté (BTF).

Sont qualifiés de **monétaires** tous les **actifs** financiers entrant dans la composition de l'agrégat M3 suivi par la Banque centrale européenne.

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

M2 = **M1** + dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois + dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans

M3 = **M2** + pensions + titres d'OPC monétaires + titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans

Seules les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro, qui ne sont ni des IFM ni des institutions relevant de l'administration centrale, sont incluses dans M3.

Les **crédits** incluent les crédits à l'habitat, à la consommation, à l'investissement, de trésorerie, les autres crédits, les créances douteuses brutes, le crédit-bail, les avoirs en titres non négociables et les dettes subordonnées constituées sous la forme de dépôts ou de prêts.

Par souci de prendre en compte d'éventuels mouvements de substitution entre actifs en euros et actifs en devises, le suivi des instruments financiers s'appuie sur un critère « **toutes devises** ».

Séries chronologiques

Monnaie et Finance

<https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/monnaie-et-finance.html>

- Les évolutions monétaires de la France
- Les agrégats monétaires de la zone euro
- Monnaie et placements France et zone euro

Titres, crédit et dépôts

<https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/titres-credit-et-depots.html>

- Dépôts et placements
- Crédit
- Endettement et titres
- Comptes financiers
- Assurances

Conjoncture et Croissance

<https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/conjoncture-et-croissance.html>

- Les indicateurs de conjoncture hebdomadaire
- Enquêtes de conjoncture mensuelles
- Publications régionales

Balance des paiements et Économie internationale

<https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/balance-des-paiements-et-economie-internationale.html>

- Les institutions financières
- L'activité bancaire internationale

Entreprises

<https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/entreprises.html>

- Crédits par type d'entreprise
- Délais de paiement
- Défaillances d'entreprises
- Comptes d'entreprises en Europe
- Structure et performances des entreprises
- Bases de données BACH et Références sectorielles européennes

Changes et Taux

<https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/changes-et-taux.html>

- Les taux de change
- Les taux directeurs
- Les taux d'intérêt
- Taux du marché interbancaire
- Taux de référence des bons du Trésor et OAT
- Indices obligataires
- Cours de l'or à Paris

Base de données

<https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/base-de-donnees.html>

- Accès interactif aux séries statistiques via la base de données Webstat
- Taux d'intérêt et taux de change
- Statistiques monétaires
- Dépôts et crédits en région : centralisations financières territoriales
- Émissions de titres
- Endettement des agents non financiers
- Endettement des agents non financiers dans les autres pays
- Taux d'intermédiation financière
- Comptes nationaux financiers
- Activité financière internationale
- Balance des paiements
- Position extérieure
- Enquêtes de conjoncture
- Entreprises : délais de paiement
- Système et Moyens de paiements

Abréviations

Organismes et institutions

BCE	Banque centrale européenne
BCEAO	Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest
BCN	Banque centrale nationale
BEA	<i>Bureau of Economic Analysis</i>
BEAC	Banque des États de l'Afrique centrale
BIT	Bureau international du travail
BLS	<i>Bureau of Labour Statistics</i>
BRI	Banque des règlements internationaux
CDC-CNE	Caisse des dépôts et consignations – Caisse nationale d'épargne
Dares	Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (ministère du Travail)
FMI	Fonds monétaire international
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>
IFM	Institutions financières monétaires
INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques

Zones économiques

CEMAC	Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale
PECO	Pays de l'Europe centrale et orientale
ZE à 19	Zone euro à dix-neuf pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Portugal, Slovaquie, Slovaquie)
UE à 28	Union européenne à vingt-huit pays (ZE à 19 + Bulgarie, Croatie, Danemark, Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Royaume-Uni, Suède)
UEM	Union économique et monétaire
UEMOA	Union économique et monétaire ouest-africaine

Pays

AT	Autriche
AU	Australie
BE	Belgique
BG	Bulgarie
CA	Canada
CH	Chine
CY	Chypre
CZ	République tchèque
DE	Allemagne
EE	Estonie
ES	Espagne
FI	Finlande
FR	France
GB	Royaume-Uni
GR	Grèce
HR	Croatie
HU	Hongrie
IE	Irlande
IT	Italie
JP	Japon
LT	Lituanie
LU	Luxembourg
LV	Lettonie
MT	Malte
NL	Pays-Bas
PL	Pologne
PT	Portugal
RO	Roumanie
RU	Russie
SE	Suède
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
US	États-Unis
ZE	Zone euro

Indices

CAC 40	Indice de la Bourse de Paris. Synthèse des cours pondérés des 40 principales actions françaises
CAC All-tradable	Indice français, composé de 250 titres négociés sur la place de Paris
CAC Mid & small	Indice composite de la Bourse de Paris des petites et moyennes capitalisations (de la 101 ^e à la 290 ^e)
CCBM	Modèle de banque centrale correspondante (<i>Correspondent Central Banking Model</i>)
DAX	Indice de la Bourse de Francfort très corrélé à l'EuroStoxx 50, composé de 30 valeurs
DOW JONES	Indice de Wall Street
Euro 1 (ABE)	Système de paiement de montant élevé à règlement net de l'Association bancaire pour l'euro
Eonia	<i>Euro over night index average</i>
DJ STOXX EURO 50	Indice composé de 50 actions négociées sur les places boursières de la zone euro
FTSE (FOOTSIE)	Indice de la City
Itraxx	Indice de référence pour les contrats indicels sur défaut
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
ISM	Indice américain de l'activité manufacturière
MIDCAC	Indice français, relatif aux petites et moyennes capitalisations, technologiques ou pas
NASDAQ	Indice américain des valeurs de croissance technologiques, principalement
NIKKEI	Indice de la Bourse de Tokyo
SP 500	Indice américain composé de 500 actions négociées surtout sur le NYSE (<i>New York Stock Exchange</i>)

Autres sigles

ANF	Agents non financiers
APD	Aide publique au développement
APU	Administrations publiques
BMTN	Bon à moyen terme négociable
BTAN	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
BTF	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
CAF/FAB	Coût, assurance/fret franco-à-bord
CDO	Obligation sur dette collatéralisée
CDN	Certificat de dépôt négociable
CDS	<i>Credit default swaps</i>

CEL	Compte d'épargne logement
Cjo	Données corrigées des jours ouvrables
Cvs	Données corrigées des variations saisonnières
EC	Établissement de crédit
EI	Entreprise d'investissement
EIT	Endettement intérieur total
EMTN	<i>Euro medium term notes</i>
Euribor	<i>Euro interbank offered rate</i>
FAB	Franco-à-bord
FBCF	Formation brute de capital fixe
FCC	Fonds commun de créances
IDE	Investissements directs à l'étranger
ISBLM	Institution sans but lucratif au service des ménages
Isma	Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité
LCR	Lettre de change relevé
LDD	Livret de développement durable
Libor	<i>London interbank offered rate</i>
NES 16	Nomenclature économique sectorielle établie par l'Insee
OAT	Obligation assimilable du Trésor
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPR	Opération principale de refinancement
OTC	<i>Over-the-counter</i> (marché de gré à gré)
PEL	Plan d'épargne-logement
PEP	Plan d'épargne populaire
PFIT	Période de fixation initiale des taux
PIB	Produit intérieur brut
PMI	Petites et moyennes industries
SNF	Sociétés non financières
SQS	Sociétés et quasi-sociétés
TARGET	Système européen de paiement de gros montant à règlement brut en temps réel (<i>Trans-European automated real-time gross settlement express transfer system</i>) en fonction entre le 1 ^{er} janvier 1999 et le 19 mai 2008
TARGET2	Système Target de paiement de deuxième génération, utilisé depuis le 19 novembre 2007
TCN	Titres de créances négociables
TIP	Titre interbancaire de paiement
TMT	Télécoms, médias, technologies
TUC	Taux d'utilisation des capacités de production
WTI	West Texas Intermediate

Documents publiés

L'ensemble des publications est accessible sur internet (<https://www.banque-france.fr/fr/publications/accueil.htm>).

Rapport annuel de la Banque de France

<https://www.banque-france.fr/publications/publications/rapport-annuel-de-la-banque-de-france.html>

Études parues dans le Bulletin de la Banque de France

<https://www.banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france.html>

Année 2012

- « Les PME en forte croissance », n° 187, 1^{er} trimestre
- « Après un retour à la normale en 2010, la durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière poursuit sa progression en 2011 », n° 187, 1^{er} trimestre
- « Les caractéristiques des montages LBO en France : de fortes spécificités pour les cibles de petite ou moyenne taille », n° 187, 1^{er} trimestre
- « L'évolution des placements financiers des ménages français en 2011 », n° 187, 1^{er} trimestre
- « L'évolution de la monnaie et du crédit en 2011 », n° 187, 1^{er} trimestre
- « La récession de 2008-2009 a-t-elle accru la part structurelle du chômage en zone euro ? », n° 187, 1^{er} trimestre
- « Les politiques budgétaire et monétaire à la suite de la crise financière », Synthèse de la conférence BDF/EABCN/EJ/PSE des 8 et 9 décembre 2011, n° 187, 1^{er} trimestre
- « Prévoir le cycle économique », Synthèse du huitième séminaire de l'*International Institute of Forecasters* organisé par la Banque de France les 1^{er} et 2 décembre 2011 à Paris, n° 187, 1^{er} trimestre

- « L'impact de l'évolution des taux souverains sur les conditions de financement des économies française, espagnole et italienne », n° 188, 2^e trimestre
- « La mesure du risque systémique », synthèse de la conférence donnée à la Banque de France, par Robert F. Engle, prix Nobel d'économie, le 25 janvier 2012, n° 188, 2^e trimestre
- « Autrefois les États-Unis, maintenant l'Europe », synthèse de la conférence donnée à la Banque de France, par Thomas Sargent, prix Nobel d'économie, le 1^{er} mars 2012, n° 188, 2^e trimestre
- « Les PME en Europe : les disparités entre pays et secteurs sont plus fortes en 2010 qu'avant la crise », n° 188, 2^e trimestre
- « Financement et risque de défaut des entreprises durant la crise », synthèse d'une conférence organisée par la Banque de France et OSEO les 9 et 10 février 2012, n° 188, 2^e trimestre
- « L'analyse de l'activité des banques par ligne de métiers », n° 188, 2^e trimestre
- « Ce que détiennent les OPCVM français », n° 188, 2^e trimestre
- « La fin des échanges des billets en francs », n° 188, 2^e trimestre
- « Les implications économiques et financières du développement durable et du changement climatique pour les entreprises industrielles », n° 188, 2^e trimestre

- « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2011 », n° 189, 3^e trimestre
- « Les PME en France en 2011 : malgré une activité bien orientée, la rentabilité stagne et les structures financières demeurent hétérogènes », n° 189, 3^e trimestre
- « Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes », n° 189, 3^e trimestre
- « Évolution des déséquilibres courants dans la zone euro : choc de compétitivité ou choc de demande ? », n° 189, 3^e trimestre
- « Les placements des organismes d'assurances à fin 2011 », n° 189, 3^e trimestre
- « 18^e colloque international sur l'analyse des données de panel : une brève synthèse », n° 189, 3^e trimestre

- « Les entreprises en France en 2011 : l'activité s'accroît mais la rentabilité faiblit », n° 190, 4^e trimestre
- « La situation financière des grands groupes cotés reste solide au premier semestre 2012 en dépit d'un contexte difficile », n° 190, 4^e trimestre
- « Les ETI en France : quelles stratégies de croissance, d'investissement et de financement », n° 190, 4^e trimestre
- « La baisse des délais de paiement : une tendance moins affirmée en 2011 », n° 190, 4^e trimestre
- « Le patrimoine économique national en 2011 : hausse de 5 % », n° 190, 4^e trimestre
- « Évolution des flux de placements financiers des ménages français au premier semestre 2012 et incidence sur les groupes de bancassurance », n° 190, 4^e trimestre
- « La titrisation en France », n° 190, 4^e trimestre
- « L'impact de la crise de la zone euro sur la zone franc : analyse des canaux de transmission », n° 190, 4^e trimestre
- « Taux de change d'équilibre et mesure de la compétitivité au sein de la zone euro », n° 190, 4^e trimestre
- « Indicateurs de vulnérabilité macroéconomiques et financiers dans les économies avancées – Synthèse d'une conférence organisée à Strasbourg les 13 et 14 septembre 2012 », n° 190, 4^e trimestre
- « Croissance verte et croissance économique », n° 190, 4^e trimestre
- « Les Français et l'économie – Synthèse de l'enquête quantitative Banque de France/TNS Sofres – Journées de l'économie à Lyon », n° 190, 4^e trimestre

Année 2013

- « L'évolution de la monnaie et du crédit en 2012 – Une distribution des crédits plus dynamique en France que dans la zone euro », n° 191, 1^{er} trimestre
- « La publicité dans le secteur financier : l'action de l'Autorité de contrôle prudentiel depuis 2010 », n° 191, 1^{er} trimestre
- « Les investissements directs étrangers en France de 2005 à 2011 »
- « Les caractéristiques des montages LBO en France : de fortes spécificités liées à la taille de la cible », n° 191, 1^{er} trimestre
- « Dynamiques de salaires et rééquilibrage des comptes courants dans la zone euro », n° 191, 1^{er} trimestre
- « Marché du travail : institutions et réformes. Synthèse de la conférence des 15 et 16 novembre 2012 organisée par l'École d'économie d'Aix-Marseille et la Banque de France », n° 191, 1^{er} trimestre
- « Le microcrédit accompagné. Compte rendu du colloque organisé par la Banque de France le 12 décembre 2012 », n° 191, 1^{er} trimestre

- « La situation financière des grands groupes cotés à fin 2012 : les effets de la crise se font inégalement ressentir », n° 192, 2^e trimestre
- « Les profits des groupes du CAC 40 : quelle contribution des revenus d'investissements directs à l'étranger ? Une évaluation sur la période 2005-2011 », n° 192, 2^e trimestre
- « Durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière : stabilité en 2012
- Résultats de l'enquête 2012 conduite par la Banque de France », n° 192, 2^e trimestre
- « Accès au crédit des PME et ETI : fléchissement de l'offre ou moindre demande ? Les enseignements d'une nouvelle enquête trimestrielle auprès des entreprises », n° 192, 2^e trimestre
- « La compétitivité des entreprises : synthèse de la conférence du réseau CompNet Banque de France – 20 et 21 septembre 2012 », n° 192, 2^e trimestre
- « Les OPCVM français au travers de la crise (2008-2012) », n° 192, 2^e trimestre
- « Les salaires réels ont-ils été affectés par les évolutions du chômage en France avant et pendant la crise ? », n° 192, 2^e trimestre
- « Patrimoine et endettement des ménages dans la zone euro : le rôle prépondérant de l'immobilier », n° 192, 2^e trimestre
- « Le FMI et la gestion des flux de capitaux : la longue route vers une approche pragmatique », n° 192, 2^e trimestre
- « Pétrole et macroéconomie – Synthèse de l'atelier Banque de France du 14 novembre 2012 », n° 192, 2^e trimestre

- « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2012 », n° 193, 3^e trimestre
- « Les entreprises moyennes cotées en bourse : de bonnes performances en 2011 mais moins favorables en 2012 », n° 193, 3^e trimestre

« Le ralentissement de l'activité pèse sur la rentabilité et les investissements des PME en 2012 », n° 193, 3^e trimestre
« Les placements des organismes d'assurance à fin 2012 », n° 193, 3^e trimestre
« Croissance verte : de la théorie à la mise en œuvre – Synthèse de la conférence organisée par la Banque de France le 21 mars 2013 », n° 193, 3^e trimestre
« Mondialisation et marchés du travail : les avancées récentes – Vue d'ensemble de la conférence organisée par la Banque de France les 16 et 17 mai 2013 », n° 193, 3^e trimestre

« La situation financière des grands groupes cotés au premier semestre 2013 : une pause dans l'expansion, sur fond de désendettement », n° 194, 4^e trimestre
« Les entreprises en France en 2012 : dégradation des performances mais consolidation des équilibres financiers », n° 194, 4^e trimestre
« La situation financière des entreprises : une mise en perspective. Synthèse du colloque organisé par la Banque de France le 23 septembre 2013 », n° 194, 4^e trimestre
« Les délais de paiement en 2012 : le mouvement de réduction du crédit interentreprises s'interrompt », n° 194, 4^e trimestre
« Quels sont les effets sur l'inflation des changements de TVA en France ? », n° 194, 4^e trimestre
« La titrisation en France : évolutions récentes », n° 194, 4^e trimestre
« Le patrimoine économique national en 2012 : une quasi-stabilité », n° 194, 4^e trimestre
« L'innovation au cœur du fiduciaire : le premier billet de la série Europe », n° 194, 4^e trimestre
« Les Français et l'économie – L'enseignement de l'économie devrait tenir une place plus importante dans le système éducatif », n° 194, 4^e trimestre

Une sélection d'articles du Bulletin est disponible en anglais dans le Quarterly Selection of Articles (QSA)
<https://www.banque-france.fr/en/publications/banque-de-france-bulletins.html>

Année 2014

« L'évolution de la monnaie et du crédit en 2013 », n° 195, 1^{er} trimestre
« Le comportement des entreprises durant la crise : quelles leçons peut-on tirer des données microéconomiques ? Synthèse de la conférence organisée par la Banque de France les 28 et 29 novembre 2013 », n° 195, 1^{er} trimestre
« Ajustement international et rééquilibrage de la demande mondiale : où en sommes-nous ? », n° 195, 1^{er} trimestre
« Marché du travail : institutions et réformes », n° 195, 1^{er} trimestre
« *Trading* algorithmique et *trading* haute fréquence », n° 195, 1^{er} trimestre

« La rentabilité des grands groupes français s'érode en 2013, mais leur trésorerie reste stable et leur structure financière se conforte », n° 196, 2^e trimestre
« Groupes cotés européens des secteurs non financiers : rentabilité et structure financière en 2012 », n° 196, 2^e trimestre
« Les crédits bancaires accordés aux groupes : quel degré de concentration des entités emprunteuses et des banques prêteuses ? », n° 196, 2^e trimestre
« Le système de cotation de la Banque de France, un outil au service de l'économie », n° 196, 2^e trimestre
« Productivité du travail en Europe : allocation efficace de l'emploi ou performance des firmes ? », n° 196, 2^e trimestre
« L'impact de l'évolution des prix immobiliers sur les coûts salariaux – Comparaison France-Allemagne », n° 196, 2^e trimestre
« L'actif net des organismes de placement collectif français non monétaires augmente en 2013 en dépit de retraits nets », n° 196, 2^e trimestre
« La monnaie fiduciaire en France en 2013 », n° 196, 2^e trimestre

« La détention par les non-résidents des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2013 », n° 197, 3^e trimestre
« Les entreprises d'assurance en France : une structure de portefeuille qui évolue peu en 2013 », n° 197, 3^e trimestre
« Le recul de la rentabilité pèse sur l'investissement des PME », n° 197, 3^e trimestre

« L'accroissement de la dette étudiante aux États-Unis, source de fragilité économique ? », n° 197, 3^e trimestre
« Les coûts du travail des services domestiques incorporés aux exportations pèsent-ils sur la compétitivité-coût ? », n° 197, 3^e trimestre

« Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : les tendances à mi-2014 », n° 198, 4^e trimestre
« Évolution des flux de placements financiers des ménages français entre juin 2013 et juin 2014 et incidence sur les groupes de bancassurance », n° 198, 4^e trimestre
« Le patrimoine économique national en 2013 – Deuxième année de stabilité », n° 198, 4^e trimestre
« L'intérêt des Français pour l'économie et leur perception de la situation économique en 2014 – Résultats du sondage présentés aux *Journées de l'économie* », n° 198, 4^e trimestre
« La situation financière des principaux groupes français au premier semestre 2014 : entre précaution et désendettement », n° 198, 4^e trimestre
« Les entreprises en France en 2013 : tirée par les grandes entreprises, la rentabilité se redresse », n° 198, 4^e trimestre
« Les délais de paiement en 2013 : le solde du crédit interentreprises atteint son plus haut niveau depuis 2007 », n° 198, 4^e trimestre
« La courbe de Beveridge dans la zone euro depuis la crise : une hausse du chômage structurel depuis 2010 », n° 198, 4^e trimestre
« Marché du travail et politique monétaire aux États-Unis : débats actuels et enjeux », n° 198, 4^e trimestre
« La balance des paiements de la France selon les nouvelles normes internationales : une réponse statistique à la mondialisation de l'économie », n° 198, 4^e trimestre
« Quatre instruments de renforcement de l'intégration financière en Afrique subsaharienne », n° 198, 4^e trimestre
« Réussir l'intégration financière en Afrique – Synthèse de la conférence organisée par la Banque de France et la Ferdi le 27 mai 2014 », n° 198, 4^e trimestre

Études sur les entreprises

<https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/entreprises.html>

Études parues dans la Revue de la stabilité financière

<https://www.banque-france.fr/publications/revue-de-la-stabilite-financiere.html>

Année 2011

« Déséquilibres mondiaux : le point de vue de l'Agence monétaire saoudienne », n° 15, février
« Les flux internationaux de capitaux et le repli vers les actifs sûrs aux États-Unis, 2003-2007 », n° 15, février
« La stabilité financière confrontée aux afflux massifs de capitaux : le point de vue d'un marché émergent », n° 15, février
« Les déséquilibres mondiaux, le système monétaire international et la stabilité financière », n° 15, février
« Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque du Mexique », n° 15, février
« Complémentarité et coordination des politiques macroéconomiques et financières pour remédier aux déséquilibres internes et externes », n° 15, février
« Déséquilibres mondiaux : un problème commun à résoudre pour les économies avancées et les économies de marché émergentes », n° 15, février
« Équilibre mondial et stabilité financière : des objectifs indissociables pour un système économique mondial résistant », n° 15, février
« Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque d'Angleterre », n° 15, février
« Déséquilibres mondiaux et pays en développement », n° 15, février
« Les déséquilibres mondiaux : un point de vue sud-africain », n° 15, février
« La nature volatile des flux de capitaux : l'expérience indonésienne et les nouveaux rôles du FMI », n° 15, février

- « Déséquilibres mondiaux et stabilité financière », n° 15, février
- « Les déséquilibres mondiaux et les déséquilibres des comptes de transactions courantes », n° 15, février
- « Les déséquilibres mondiaux vus au travers du prisme de l'épargne et de l'investissement », n° 15, février
- « Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque de réserve d'Inde », n° 15, février
- « Les défis intellectuels qui se posent à l'analyse de la stabilité financière à l'ère de la surveillance macroprudentielle », n° 15, février
- « Renouer avec la stabilité et la croissance après la crise », n° 15, février
- « La règle de Tinbergen revisitée : le maintien de la stabilité financière à l'aide d'outils macroprudentiels », n° 15, février
- « Du taux d'épargne », n° 15, février

Année 2012

- « L'activité de banque centrale dans un contexte de dette publique élevée », n° 16, avril
- « Perspectives budgétaires et risques pour la viabilité budgétaire », n° 16, avril
- « Lorsque la dette souveraine des économies occidentales devient risquée », n° 16, avril
- « Le retour de la répression financière », n° 16, avril
- « L'histoire de deux excès : le lien entre risques de crédit du secteur financier et des emprunteurs souverains », n° 16, avril
- « Les banques, l'aléa moral et la dette publique », n° 16, avril
- « Solvabilité des emprunteurs souverains et stabilité financière : une perspective internationale », n° 16, avril
- « Stabilité, croissance et réforme de la réglementation », n° 16, avril
- « Le risque souverain est-il correctement traité par la réglementation financière ? », n° 16, avril
- « Contagion et crise de la dette européenne », n° 16, avril
- « Politique monétaire et dette publique », n° 16, avril
- « La clé d'un assainissement budgétaire réussi : coopération ou confrontation avec la politique monétaire ? », n° 16, avril
- « Domination monétaire dans la zone euro et défis budgétaires : une perspective théorique », n° 16, avril
- « Indépendance de la banque centrale et défaut souverain », n° 16, avril
- « La crise de la dette souveraine et la politique monétaire », n° 16, avril
- « Soutenabilité de la dette publique : conditions préalables à la stabilité du système financier et des prix », n° 16, avril
- « L'importance de la confiance dans les efforts de stabilisation macroéconomique », n° 16, avril
- « Quelle politique pour la dette souveraine ? », n° 16, avril
- « Une relation risquée : l'interdépendance entre dette bancaire et dette souveraine et la stabilité financière dans la zone euro », n° 16, avril
- « Restaurer la croissance et l'optimisme pour une nouvelle ère budgétaire », n° 16, avril
- « Les lacunes de la structure institutionnelle de la zone euro », n° 16, avril
- « La crise de l'euro : quelques éléments de réflexion sur la réforme institutionnelle », n° 16, avril

Année 2013

- « La mise en œuvre complète du programme de réforme lancé par le G20 en vue de renforcer les marchés des produits dérivés de gré à gré », n° 17, avril
- « Réforme de la réglementation des produits dérivés de gré à gré : passé, présent et futur », n° 17, avril
- « Vue d'ensemble des travaux conduits à l'échelle internationale pour une réforme des marchés des produits dérivés de gré à gré et défis restant à relever », n° 17, avril
- « Coordination internationale : la condition *sine qua non* du succès de la réforme des marchés de dérivés négociés de gré à gré », n° 17, avril
- « Contenir l'extraterritorialité afin de promouvoir la stabilité financière », n° 17, avril
- « La réforme du marché international des *swaps* – Promouvoir la transparence et réduire les risques », n° 17, avril
- « Les principes relatifs aux infrastructures des marchés financiers définis par le CSPR et l'OICV : des vecteurs pour une convergence internationale », n° 17, avril
- « Une norme de transparence pour les dérivés », n° 17, avril
- « De nouvelles infrastructures pour un système financier plus solide », n° 17, avril

- « L'importance de la qualité des données pour l'efficacité de la politique de stabilité financière. L'identifiant pour les entités juridiques : une première étape vers la nécessaire réforme des données financières », n° 17, avril
- « Transparence et stabilité financière », n° 17, avril
- « L'évaluation des risques de contagion sur le marché des CDS », n° 17, avril
- « Pourquoi le règlement des CDS grecs n'a pas conduit à la débâcle redoutée », n° 17, avril
- « Les contreparties centrales, instruments de stabilité et d'atténuation du risque », n° 17, avril
- « Une compensation centralisée compatible avec les incitations », n° 17, avril
- « L'accès aux contreparties centrales : son importance et son évolution », n° 17, avril
- « Les contreparties centrales et l'évolution des marchés de capitaux : sécurité, redressement et résolution », n° 17, avril
- « Les garanties et les nouvelles possibilités offertes pour une gestion optimisée : une révolution industrielle », n° 17, avril
- « Rareté du collatéral et part croissante des actifs gagés dans les bilans bancaires : les conséquences pour le système financier européen », n° 17, avril
- « Marché des dérivés de gré à gré : évolution réglementaire et dynamique du collatéral », n° 17, avril
- « Dérivés de gré à gré : pour des marchés sûrs et efficaces, qui soutiennent la croissance économique », n° 17, avril
- « Les conséquences du nouveau paysage réglementaire sur les marchés des produits dérivés de gré à gré », n° 17, avril
- « La nouvelle réglementation des marchés de gré à gré va-t-elle entraver l'innovation financière ? », n° 17, avril

Année 2014

- « De la théorie à la mise en œuvre de la politique macroprudentielle », n° 18, avril
- « Cinq questions et six réponses sur la politique macroprudentielle », n° 18, avril
- « La gouvernance de la politique macroprudentielle », n° 18, avril
- « Du *tapering* à une politique préventive », n° 18, avril
- « Les problèmes d'action collective dans la politique macroprudentielle et la nécessité d'une coordination internationale », n° 18, avril
- « Une perspective macroprudentielle pour la réglementation des grandes institutions financières », n° 18, avril
- « L'incidence de la politique macroprudentielle sur l'intégration financière », n° 18, avril
- « La politique macroprudentielle européenne de sa gestation aux premiers balbutiements », n° 18, avril
- « La politique macroprudentielle en France : exigences et mise en œuvre », n° 18, avril
- « La mise en œuvre des politiques macroprudentielles : l'approche suisse », n° 18, avril
- « Les effets de la politique macroprudentielle sur les risques du marché de l'immobilier résidentiel : le cas de Hong Kong », n° 18, avril
- « La politique macroprudentielle en Corée – Principales mesures et approches », n° 18, avril
- « Cadre pour la conduite de la politique macroprudentielle en Inde : expériences et perspectives », n° 18, avril
- « Les enseignements de l'histoire de la politique macroprudentielle aux États-Unis », n° 18, avril
- « Politiques prudentielles et instruments quantitatifs : une perspective historique européenne », n° 18, avril
- « La politique macroprudentielle au-delà de la réglementation bancaire », n° 18, avril
- « Deux principes pour la réglementation macroprudentielle », n° 18, avril
- « Justification et évaluation de l'efficacité des instruments de fonds propres macroprudentiels », n° 18, avril
- « Marché immobilier : l'impact des mesures macroprudentielles en France », n° 18, avril
- « Trois critiques de la régulation prudentielle des banques », n° 18, avril
- « La politique macroprudentielle et les cycles d'offre de crédit », n° 18, avril
- « Interactions entre politiques monétaire et macroprudentielle », n° 18, avril

Documents et débats

<https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/documents-et-debats.html>

Année 2009

« La crise financière », n° 2, février

Année 2010

« De la crise financière à la crise économique », n° 3, janvier

Année 2012

« La crise de la dette souveraine », n° 4, mai

Focus

<https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/focus.html>

Année 2012

« Les soldes TARGET2 », n° 6, mai

« Infrastructures des marchés financiers : un nouvel environnement interactif pour une sécurité renforcée », n° 7, octobre

Année 2013

« Le marché français des titres de créance négociables, le label STEP et le rôle de la Banque de France », n° 8, février

« Stabilité financière et politique macroprudentielle », n° 9, février

« Les dangers liés au développement des monnaies virtuelles : l'exemple du bitcoin », n° 10, décembre

Année 2014

« La compétitivité du secteur des services mesurée au travers de la balance des paiements », n° 11, mars

« Le collatéral : pour un développement maîtrisé », n° 12, septembre

Année 2015

« La croissance potentielle : une notion déterminante mais complexe », n° 13, mars

Rue de la Banque

<https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/rue-de-la-banque.html>

Année 2014

« Le découplage des courbes de rendement en euro et en dollar », n° 1

Année 2015

« L'éducation financière influence-t-elle les décisions des individus ? », n° 2, janvier

« Crédit et liquidité : une décomposition du risque dans les écarts de taux interbancaires », n° 3, février

« Comment mesurer l'interconnexion entre banques, assureurs et conglomérats financiers ? », n° 4, mars

Rapports

<https://www.banque-france.fr/publications/publications.html>

Année 2012

Bilan de la médiation bancaire
Rapport annuel de la balance des paiements et la position extérieure de la France
Premier rapport du Comité de suivi de la réforme de l'usure
Rapport de l'Observatoire des délais de paiement
Rapport de l'Observatoire de l'épargne réglementée
Rapport annuel de l'Observatoire de la microfinance
Rapport annuel de l'Observatoire de la sécurité des cartes de paiement
Premier rapport de l'Observatoire des tarifs bancaires
Rapport de la surveillance des moyens de paiement et des infrastructures des marchés financiers
Rapport annuel de la Zone Franc
Le surendettement des ménages – enquête typologique
Le surendettement des ménages – enquête typologique 2011 – Analyses nationale et régionale

Année 2013

Rapport du groupe de Place
Rapport annuel du CCSF
Second rapport du Comité de suivi de la réforme de l'usure
Rapport annuel de la balance des paiements et de la position extérieure de la France
Rapport de l'Observatoire des délais de paiement
Rapport de l'Observatoire de l'épargne réglementée
Rapport annuel de l'Observatoire de la microfinance
Rapport annuel de l'Observatoire de la sécurité des cartes de paiement
Rapport de l'Observatoire des tarifs bancaires
Rapport annuel de la Zone franc
Bilan de la médiation bancaire

Année 2014

Rapport de l'Observatoire des délais de paiement
Rapport annuel de la balance des paiements et de la position extérieure de la France
Troisième rapport du Comité de suivi de la réforme de l'usure
Rapport de l'Observatoire de l'épargne réglementée
Rapport de l'Observatoire de la sécurité des cartes de paiement
Rapport de l'Observatoire des tarifs bancaires
Rapport annuel de la Zone franc
Le surendettement des ménages – enquête typologique
Rapport annuel du Comité consultatif du secteur financier
Bilan de la médiation bancaire

Année 2015

Cartographie des moyens de paiement scripturaux – Bilan de la collecte 2014
Rapport de la surveillance des moyens de paiement et des infrastructures des marchés financiers

PARUTION

en ligne – janvier 2015

Cartographie des moyens
de paiement scripturaux

Bilan de la collecte 2014 (données 2013)

2013 | CARTOGRAPHIE
DES MOYENS
DE PAIEMENT SCRIPTURAUX

Bilan de la collecte 2014
(données 2013)

BANQUE DE FRANCE
EUROSISTÈME

- Introduction
- Faits marquants
- Analyse synthétique de la collecte

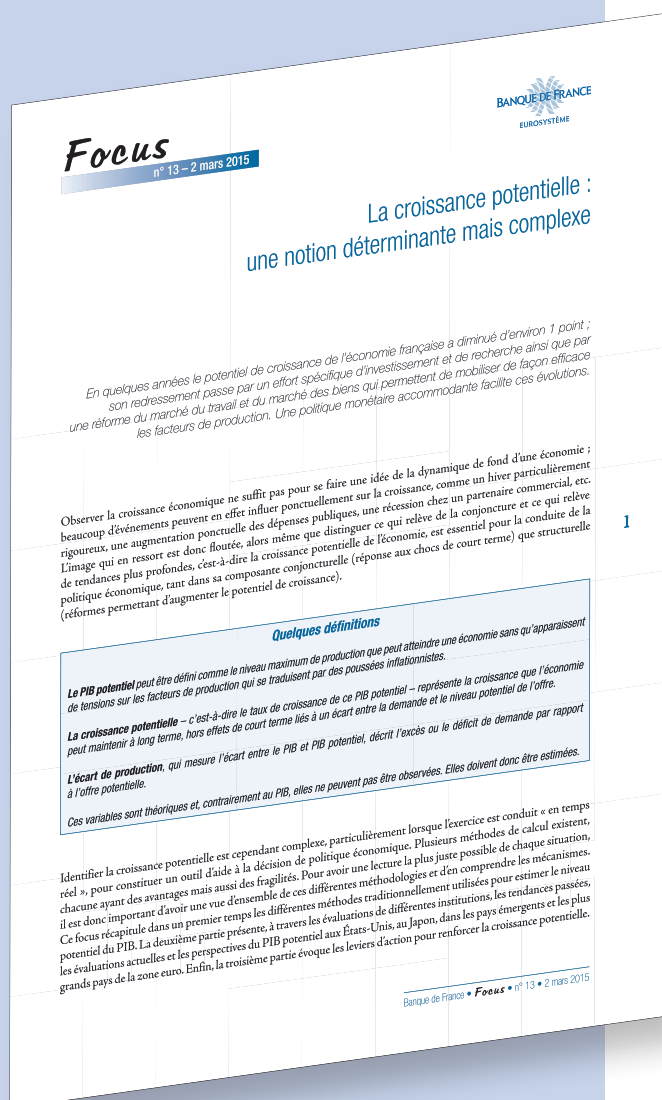
Accessible sur :
[https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/
base-de-donnees/moyens-de-paiements-scripturaux.
html](https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/base-de-donnees/moyens-de-paiements-scripturaux.html)

2014 | **LA SURVEILLANCE
DES MOYENS DE PAIEMENT
ET DES INFRASTRUCTURES
DES MARCHÉS FINANCIERS**



- Les principales évolutions du cadre de surveillance entre 2012 et 2014
- La surveillance des infrastructures des marchés financiers
- La surveillance des moyens de paiement

Accessible sur :
<https://www.banque-france.fr/stabilite-financiere/infrastructures-des-marches-financiers-et-moyens-de-paiement-scripturaux/rapports-sur-la-surveillance-des-moyens-de-paiement-et-des-infrastructures-des-marches-financiers.html>



- La croissance potentielle : une notion déterminante mais complexe
- Comment mesurer la croissance potentielle ?
- État des lieux et perspectives de la croissance potentielle dans les principales économies
- Les leviers d'action pour stimuler la croissance

Accessible sur :
<https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/focus.html>

Rue de la Banque
N° 2, 3 et 4



- Rue de la Banque n° 2

L'éducation financière influence-t-elle les décisions des individus ?

- Rue de la Banque n° 3

Crédit et liquidité : une décomposition du risque dans les écarts de taux interbancaires

- Rue de la Banque n° 4

Comment mesurer l'interconnexion entre banques, assureurs et conglomérats financiers ?

Accessible sur :
<https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/rue-de-la-banque.html>

☐ **Mes coordonnées ont changé, merci de bien vouloir les rectifier ou les compléter :**

Numéro d'abonnement :

Nom :

Organisme :

Adresse :

Code postal :

Pays :

Prénom :

Fonction :

Ville :

☐ **Je ne souhaite plus recevoir le Bulletin de la Banque de France :**

Numéro d'abonnement :

Nom :

Organisme :

Prénom :

Vous recevez cette publication de la part de la Banque de France parce que vous figurez dans la liste informatique de ses contacts. Vos coordonnées ne sont pas transmises à des tiers.

Si vous souhaitez modifier les informations vous concernant ou si vous ne souhaitez plus recevoir cette publication, merci de nous le préciser à tout moment dans le coupon-réponse que vous adresserez à :

Banque de France – 07-1396 SPE Pôle Comex – 75049 Paris Cedex 01 ou par courriel à diffusion@banque-france.fr

Le Bulletin de la Banque de France est disponible à la fois sous format électronique sur le site web de la Banque de France et sous format papier.

La version imprimée peut donc être obtenue gratuitement sur simple demande au service des Relations avec le public (adresse ci-contre).

La Banque de France produit un nombre d'exemplaires limité. Elle se réserve le droit de suspendre le service de cette diffusion gratuite et de restreindre le nombre de copies attribuées par personne.

Éditeur

Banque de France
39, rue Croix-des-Petits-Champs
75001 Paris

Directeur de la publication

Nathalie Aufauvre

Comité éditorial

François de Coustin
Unités de la Banque de France représentées :
DGAFF, DGEI, DGS, DGO

Rédaction en chef

Corinne Dauchy

Secrétaires de rédaction

Josiane Usseglio-Nanot, Christine Collomb-Jost, Marcia Toma

Maquettistes, opérateurs PAO et prépresse

Nicolas Besson, Angélique Brunelle, Laurent Caron,
Alexandrine Dimouchy, Stéphane Fernandez, Christian Heurtaux,
François Lécuyer, Aurélien Lefèvre, Carine Otto, Isabelle Pasquier

Demandes d'abonnement

Banque de France
07-1397 Service de la Documentation
et des Relations avec le public
75049 Paris Cedex 01

Impression

En cours d'attribution

Édition numérique

Banque de France DIRCOM-SPE

Dépôt légal

Avril 2015

Internet

Le bulletin : <https://www.banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france.html>

Les publications de la Banque de France : <https://www.banque-france.fr/publications/publications.html>

